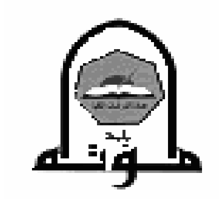


جامعة مؤتة
عمادة الدراسات العليا

أداء بورصة عمان ما بين تأثره بالأزمة المالية العالمية والمتغيرات الأقتصادية الكلية للفتره (1990-2010)

إعداد الطالب
محمد عبدالرحيم المجالي

إشراف
الدكتور سعود موسى الطيب

رسالة مقدمة إلى عمادة الدراسات العليا
استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير
في الإقتصاد قسم اقتصاديات المال والأعمال

جامعة مؤتة، 2012

الآراء الواردة في الرسالة الجامعية لا تُعبر

بالضرورة عن وجهة نظر جامعة مؤتة





MUTAH UNIVERSITY | جامعة مؤتة

Deanship of Graduate Studies | عمادة الدراسات العليا

نموذج رقم (14)

قرار إجازة رسالة جامعية

تقرر إجازة الرسالة المقدمة من الطالب محمد عبدالرحيم المجالي الموسومة بـــ:

أداء بورصة عمان ما بين تأثره بالازمة المالية العالمية والمتغيرات الاقتصادية الكلية

استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في **الاقتصاد.**

القسم: الاقتصاد.

	التوقيع	التاريخ	
د. سعود موسى الطيب		2012/05/15	مشرفاً ورئيسا
د. عبدالله الشيخ الطاهر		2012/05/15	عضواً
د. خالد علي ذياب المجالي		2012/05/15	عضواً
د. فؤاد مرزوق كريشان		2012/05/15	عضواً

عميد الدراسات العلــيا

أ.د. عبدالفتاح خليفات

MUTAH-KARAK-JORDAN
Postal Code: 61710
TEL :03/2372380-99
Ext. 5328-5330
FAX:03/ 2375694
e-mail: dgs@mutah.edu.jo sedgs@mutah.edu.jo
http://www.mutah.edu.jo/gradest/derasat.htm

مؤته – الكرك – الاردن
الرمز البريدي :61710
تلفون :03/2372380-99
فرعي 5328-5330
فاكس 03/2 375694
البريد الالكتروني
الصفحة الالكترونية

الإهداء

إلى من أفنت عمرها من أجل فلذات أكبادها, إلى التي طالما حلمت أن تراني في أعلى المراتب, إلى من لا تسعفني كل عبارات الشكر والتقدير في كل لغات الأرض كي أفيها حقها, إلى الحنان كله, إلى أغلى ما في الوجود, أمي الغالية .

إلى نبراسي الذي ينير دربي ويضيء حياتي إلى من علمني أن أصمد أمام أمواج البحر الثائرة أبي.

أدعو لهما : وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا

سورة الإسراء: الآية 24

إلى من كانوا عوني وزادي في مشواري والذين تجمعني بهم أصدق المشاعر وأحلى الذكريات وبدونهم تفقد الحياة أخواني وأخواتي.

الى زملائي وزميلاتي الذين رافقوني سنوات الدراسة وستبقى بصماتهم في ذاكرتي. إليكم جميعا أهدي عملي وسهري وجدي في منارة العلم ولا أجزيكم صنيعكم بأي إهداء.

محمد عبدالرحيم المجالي

الشكر والتقدير

بعد حمد ا سبحانه وتعالى الذي أعانني على إعداد هذه الرسالة، أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لمشرفي الدكتور سعود الطيب، على ما بذله من جهد عظيم ومتواصل في توفير الدعم العلمي، والنفسي، والتوجيه، والمساعدة خلال فترة إعداد الرسالة، مما كان له الأثر الكبير في إخراج هذا البحث إلى حيز الوجود.

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة كل من الدكتور عبد ا الشيخ الطاهر والدكتور فؤاد مرزوق كريشان والدكتور خالد علي المجالي على ما سوف يبدوه من ملاحظات، وعلى ما سيتم تقديمه من نصائح وتوجيهات، من أجل إثراء هذه الرسالة.

محمد عبدالرحيم المجالي



فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

الملخص

أداء بورصة عمان ما بين تأثرة بالأزمة المالية العالمية والمتغيرات الاقتصادية الكلية للفترة (1990 – 2010)

محمد المجالي

جامعة مؤتة، 2012

هدفت هذه الدراسة الى بيان اثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على اداء سوق عمان المالي خلال الفترة (1990-2010). كما قامت هذه الدراسة بتحليل اثر اداء السوق المالي في ظل الازمة المالية العالمية من خلال متغيرات مختاره خلال الفتره (2004-2010), كما وقامت باستقصاء العلاقة التكاملية بين سوق عمان المالي وبعض الاسواق العالمية ممثله بالاسواق الامريكيه واليابانية خلال الفتره (1990 – 2010).

قامت الدراسة بتقدير ثلاث نماذج قياسية, حيث استخدم النموذج الاول والثاني نموذج (VAR) (Vector Autoregression), واستخدم اسلوب التكامل المشترك في النموذج الثالث.

وتوصلت الدراسة الى وجود علاقات سببية ذات اتجاه واحد بين متغيرات النموذج الاول. كما ان متغير التضخم كان له القدرة التفسيرية الاكبر في تفسير اخطاء التباين لمتغير الرقم القياسي لاسعار الاسهم.

وفي ما يخص النموذج الثاني, كانت العلاقة السببية ذات اتجاه واحد بين متغيرات النموذج باستثناء متغير التضخم الذي كان باتجاهين, كما اظهرت النتائج ان الناتج المحلي الاجمالي يفسر النسبة الأكبر من تباين الرقم القياسي لأسعار الأسهم.

وأخيراً توصل النموذج الثالث إلى عدم وجود علاقة تكاملية بين سوق عمان المالي والأسواق العالمية ممثلة بالسوقين الأمريكي والياباني.

اوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بتحسين أداء السوق المالي الذي سوف ينعكس على النمو الاقتصادي في الاردن, كما يجب اتباع سياسات تحد من اثر التضخم السلبية وكذلك اتباع سياسات تعمل على تخفيض اسعار الفائدة وتزيد من عرض النقد وتشجيع على زيادة التسهيلات الائتمانية, واجراءا المزيد من الدراسات التي تستهدف استكشاف قنوات التاثير ما بين سوق عمان المالي والاسواق المالية الاقليمية.

Abstract

The performance of Amman Stock Exchange as influenced by the Financial Crisis and Macroeconomic Variables during the period of (1990 - 2010)

Mohammed AL Majali

Mu'tah University/ 2012

The study aimed at showing the impact of some macroeconomic variables on the performance of Amman stock Exchange during the period of (2010-1990). The study also analyzed the influence of the performance of the financial market in light of the world financial crisis through variables selected during the period of (2010-2004). Additionally, this study investigated the Co-integrative relationship between Amman Financial market and some international markets, like the American and Japanese financial markets during the period of (1990-2010).

The study has used three models: in the first and the second models (VAR), Vector Auto Regression model was used, and in the third model the method of Co-integration was used.

The study found out that there is a causal relationship with one-way direction between the variables of the first model, and the inflation variable had a greater ability to explain the variance errors of the variable of the standard stocks prices.

Regarding the second model, relationship was causal in one way between the model variables, except the inflation variable that has a two way causal relationship. The results indicated that GDP explained the largest proportion of the variation in the standard stocks prices. Finally, in the third model it was found that there was no Co-integrative relationship between Amman stocks Exchange and some international markets represented by the American and Japanese stock Exchange markets.

In the light of the findings, the study recommended that the performance of the stock exchange should be improved which enhances the economic growth in Jordan; the government of Jordan has to follow policies that eliminate the negative impacts of inflation and reduce the interest rates, to increase the money supply, and to encourage the increase of the credit facilities; and there should be further studies investigating the influences between the financial Amman markets and the financial regional markets.



الفصل الأول

خلفية الدراسة وأهميتها

1-1 المقدمة:

تُودي سوق الأوراق المالية دورا هاما ووظيفة اقتصادية رئيسه في اقتصاد أي دولة باعتبارها تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتمويل , سواء كان للقطاع العام أو القطاع الخاص . ويتم ذلك من خلال توفير تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فائض الى الوحدات التي تعاني من عجز. ومن ثم حشد وتنمية المدخرات وتحويلها الى استثمارات تساهم في عملية التنمية الأقتصادية . ونتيجة للتطور الاقتصادي فقد زادت أهمية أسواق الأوراق المالية في معظم دول العالم المتقدم والنامي , حيثُ بدأت هذه الأسواق في الظهور في الدول النامية مع نهاية السبعينات وبداية الثمانينات , لحاجة هذه الدول, ومنها الأردن, إلى رؤوس الأموال النادرة فيها من أجل التنمية الأقتصادية. حيث أصبحت ركيزة أساسيه في البنية الأقتصادية لأي دوله. وتمثل سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا أيضا في تقيم المشروعات. فقد أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوق أوراقها المالية, خاصة في ظل تنامي العولمة, حيث يعتبر سوق رأس المال مرآة الاقتصاد, وذلك من حيث انعكاس المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداءه. ومن هذا المنطلق تبرز أهمية هذه الدراسة في قياس مدى انعكاس المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأردن وتأثير الأزمة المالية العالمية على أداء بورصة عمان ويعتبر معرفة مدى انعكاس المتغيرات الكلية مهمة في رسم السياسات الاقتصادية على المستوى الكلي. كما وتعتبر هذه النتيجة مهمة خاصة في ظل الأزمة المالية العالمية الحالية وآثارها على الاقتصاد الأردني. وتنطلق الدراسة باستعراض أهم المؤشرات الاقتصادية الرئيسية كالتضخم وأسعار الفائدة، والإنتاج الصناعي، وعرض النقد، وأثرها على أداء بورصة عمان، كذلك دراسة اثر التغيرات التي تحدث في الأسواق العالمية على أداء بورصة عمان من خلال دراسة العلاقة التكاملية بين بعض البورصات العالمية وأداء بورصة عمان. ويعتبر السوق

المالي من بين أهم القنوات لانسياب الموارد المالية المتاحة، المحلية منها والأجنبية على حد سواء، وذلك بين جهتي الادخار والاستثمار بغرض حشد الموارد المالية المتاحة وتنميتها، ومن ثم دفع عجلة النمو الاقتصادي. وهنالك اتفاق كبير بين النظريات الاقتصادية والمالية على أن أسعار الأسهم تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الرئيسة، أي وجود علاقة تأثير متبادلة بين السوق المالي والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

2-1 مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في انه لا يوجد رأي حاسم في تحديد أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد الأردني والأكثر فاعلية في التأثير على أداء بورصة عمان من جانب. كذلك مدى تكامل بورصة عمان مع الأسواق المالية العالمية من جانب أخر(اثر العدوى), وخصوصاً في ضوء تداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة. ومن هنا تحاول هذه الدراسة الإجابة على الأسئلة التالية:

1. هل من الممكن تحديد أهم المتغيرات الكلية في الاقتصاد الأردني والأكثر فاعلية في التأثير على أداء بورصة عمان ؟
2. ما مدى تأثر أداء بورصة عمان مع الأسواق المالية العالمية من(اثر العدوى) ؟

3-1 أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من الموضوع الذي تبحث فيه، فمن المعروف أن تطور أسواق رأس المال تعكس درجة تقدم الاقتصاد الوطني في الدولة وخاصة جانب الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين. وهذا ما شهده الاقتصاد الأردني خلال السنوات الماضية والمتمثل في زيادة العمق المالي في الأردن مقاساً بنسبة القيمة السوقية في بورصة عمان إلى الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية. وفي ظل التطورات الاقتصادية على الساحتين المحلية

والعالمية والأزمات المالية العالمية أصبح من المهم التعرف على أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على أداء البورصات مما يخلق العديد من الآراء حول السياسات التي تؤثر في نشاط سوق رأس المال وخاصة السلبية منها، أي عندما يكون هنالك نشاط متواضع أو تراجع في أداء البورصة هل يمكن توجيه اللوم لبعض السياسات الاقتصادية كالسياسة النقدية مثلاً, والكشف عن مدى تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق رأس المال في الأردن.

4-1 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة بشكل أساسي إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. دراسة اثر النشاط الاقتصادي (الرقم القياسي الصناعي) على أداء بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحة بالقيمة السوقية .
2. دراسة اثر المتغيرات النقدية والمالية (أسعار الفائدة، عرض النقود، التضخم) على أداء بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحة بالقيمة السوقية.
3. دراسة اثر المتغيرات الاقتصادية الخارجية (اثر العدوى) على أداء بورصة عمان ممثلة في حجم التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال دراسة العلاقة التكاملية بين سوق رأس المال الأردني والأسواق المالية العالمية من خلال دراسة العلاقة التكاملية.
4. دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء بورصة عمان .

5-1 فرضيات الدراسة

ستقوم الدراسة باختبار الفرضيات التالية والتي تم استقاؤها بالاستناد إلى الدراسات السابقة:

الفرضية الأولى : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في الرقم القياسي للإنتاج الصناعي و أسعار الفائدة على شهادات الايداع لمدة سنه والتضخم وعرض النقود وبين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية.

الفرضية الثانية: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الاجمالي و إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة و معدل التضخم و عرض النقود وبين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية خلال فترة الأزمة المالية العالمية.

الفرضية الثالثة : يوجد علاقة تكامل وذات دلالة إحصائية بين حجم التداول للأسهم في سوق عمان المالي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي وحجم التداول للأسهم لبعض الدول المتقدمة ممثله في أمريكا واليابان كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.

6-1 منهجية الدراسة

سيتم الاستعانة بالأسلوبين الوصفي التحليلي، والكمي القياسي في تحليل البيانات وتفسيرها، وسيكون الأسلوب القياسي في هذه الدراسة هو تحليل السلاسل الزمنية وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي غير المقيد (VAR) (Vector Auto regressive) حيث سيتم إجراء الاختبارات التالية: اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرار السلاسل الزمنية (The Unit Root Test of Stationary)، واختبار جرينجر (Granger) للسببية، والذي يمكننا من تحديد اتجاه السببية، واختبار التكامـــل المشتـــرك (cointegration) باستخدام أسلوب جوهانسن (Johansen) ، واختبار تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)، واختبار دالة الاستجابة لرد الفعل (Impulse Response Function).

وللحصول على نتائج النموذج والاختبارات الأولية للبيانات محل الدراسة تمت الاستعانة بالرزمة الإحصائية(Eviews) في تقدير النموذج.

وستقدم هذه الدراسة اختباراً إحصائيا لوجود علاقة بين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية وبعض المتغيرات الاقتصادية الرئيسة. وتنقسم هذه الدراسة إلى خمسة فصول، حيث خصص الفصل الأول منها إلى تحديد أهمية الدراسة ومشكلتها، وهدفها وفرضياتها، والمنهجية المستخدمة. أما الفصل الثاني فيشتمل على الإطار النظري والدراسات السابقة ذات العلاقة. أما الفصل الثالث فخصص لاستعراض الأزمة المالية العالمية. وفي الفصل الرابع سيتم عرض التحليل القياسي، أما الفصل الخامس فقد أشتمل على أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدارسات السابقة

2-1 الإطار النظري

تُعد أسواق المال، من أهم الأنشطة الاقتصادية المالية في العالم، وموضع إهتمام الدول النامية والمتقدمة لما لها من آثار حقيقية، ومباشرة في الاقتصاد، من خلال خلق فرص إستثمارية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية. تتجسد أهمية سوق الأوراق المالية في جاب وتنظيم الموارد المتاحة في الاقتصاد، وتوزيعها على جوانب الاستثمار المختلفة بما يكفل تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية. وقد عرف تداول الأسهم في الأردن منذ مطلع القرن الماضي، حيث ظهرت في البداية أسواق غير منظمة لأسهم وسندات الشركات المساهمة العامة الأردنية، التي كانت تتم من خلال مكاتب غير متخصصة، واتسم عملها بالعشوائية وسوء التنظيم. ونظراً لأهمية الأسواق المالية لما لها من دور فعال وهام في تحقيق التطور الاقتصادي، والمالي، وتوفير المصادر المالية، وتنمية المدخرات المحلية، وتشجيع الاستثمار، فقد اقترح المخططون، والاقتصاديون بعد دراسات دقيقة إنشاء سوق عمان المالي، الذي يعد أداة تمكن الوحدات الاقتصادية من الإتصال ببعضها بعضاً، وبأنواع مختلفة من التعامل، من خلال تبادل عمليات البيع والشراء لمختلف الأدوات المالية (الأسهم، والسندات). ويستدل من ذلك على أن الأسواق المالية ليست قناة للمضاربة على الأسهم فحسب، وإنما هي وعاء إدخاري وإستثماري يلعب دوراً مهماً في عملية التنمية، كما أن الاستثمار في الأدوات المالية هو عملية فنية تتطلب كثيراً من المتابعة والتحليل. وعمل مسؤولو البنك المركزي الأردني على إعداد دراسات حول إنشاء هذا السوق، ومدى الحاجة إليه، بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، التابعة للبنك الدولي، وقد أوضحت هذه الدراسات أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه، من خلال الشركات المساهمة العامة، يبرر إنشاء هذا السوق, ليساهم في التطور الاقتصادي. وبناء على ذلك؛ فقد تم تأسيس سوق عمان المالي في عام 1976 كمؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية، واستقلالها المالي

والاداري، وفقاً للقانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، وباشر السوق أعماله بتاريخ (1978/1/1).

2-1-1 السوق المالي

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها المؤسسات المالية، وشركات الأعمال، والبنوك التجارية، سواءا كانت أسهم أو سندات (الشبلي, 2000).

2-1-2 أقسام السوق المالي

يوجد نوعين من أسواق الأوراق المالية هما:

1- السوق الأولي (سوق الإصدار)

يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال، يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وطرحها للاكتتاب سواء كان الاكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي الفرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.

2- السوق الثانوي(سوق التداول)

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء مباشرة، أو بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة (حنفي وقرياقص، 2000) . لذا فان العلاقة بين السوقين تكاملية أي أن نجاح أحدهما يعتمد على نجاح الأخر, فكلما شهد السوق الثانوي تداولا نشطا, شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وطرح أسهم للاكتتاب. ويتخذ هذا السوق شكلين هما:

أ- **السوق المنظم**

يتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، حيث أن التعامل بالأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بهذا السوق ويعرف هذا السوق بالبورصة(stock exchange).

ب -**السوق غير المنظم**

ويسمى غير المنظم نسبة إلى المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (البورصة)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل في هذه السوق بيوت السماسرة؛ حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تلفونية، أو أطراف للحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة، والتجار، والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار، (الشبلي, 2000). ويتحدد سعر الأوراق المالية عن طريق التفاوض وتدعى غالبا بسوق فوق المنضدة Over the (counter) (OTC)

(التميمي, 2010) .

وتشتمل الأدوات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية على الأسهم، والسندات، والأوراق المالية المشتقة مثل: عقود الخيار والعقود المستقبلية وعقود المقايضة والعقود الآجلة.

2-1-3 مؤشرات قياس أداء السوق المالي

هناك مؤشرات (معايير) عدة يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء أسواق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها , ومن أهم هذه المؤشرات مايلي:

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم

هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم، يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي، وبما أن هذا المؤشر يقيس مستوى الأسعار في السوق, فإن هناك نوعان من

المؤشرات, مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة, ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة أو قطاع معين وتسمى المؤشرات القطاعية. هذه المؤشرات تكون مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد، فإذا كانت حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود، يطلق على السوق بأنه سوق صعودي (Bull market)، وعندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط، يطلق على السوق بالسوق النزولي أو الهبوطي (Bear market), (الزعبي، 2000).

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة بالنسبة لمختلف المتعاملين في السوق كونه يعطيهم فكرة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية, فهو يمثل مستوى مرجعي للمستثمرين في سوق الأوراق المالية, حيث يسترشدون به من أجل توقيت وتحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء, ويساعد في الحكم على مستوى إدارة المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية.(الحناوي والعبد,2005), كما أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية المختلفة تتم من خلال هذا المؤشر, بالإضافة الى التعرف على نشاط السوق من خلال مقارنته بالسنوات السابقة.(جابر,1989).

2- **حجم السوق**: غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

أ- القيمة السوقية

هي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، وهناك من يعرفها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم السوق يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد رأس المال وتنويع الخطر. بيد أنه يعاني من أوجه قصور، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع القيمة السوقية، في حين أن حجم المعاملات بها يكون صغيرا، أي تكون السوق غير نشطة. (Beck and Levine,2004).

ب- عدد الشركات

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية والتي يتم تداول أوراقها المالية, وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور سوق الأوراق

المالية في البلد, إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية, فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي قيمة الأوراق المالية لتلك الشركات صغيرا. (الدعمي,2010).

3- مؤشرات السيولة

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في السوق المالي، وهذا ما يجعل الاستثمار المالي أقل خطرا، وذلك بتمكين المستثمرين من تغيير محافظ أوراقهم المالية بسرعة وبتكلفة قليلة الأمر الذي يشجع على الاستثمار طويل الأجل. (Levine and Zervos,1998). وهناك مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة السوق المالي هما:

أ- حجم التداول

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة, ويقاس معدل تداول الأسهم من خلال قسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي, والذي يشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني, وبالتالي يعكس هذا المؤشر بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني بصفة عامة, ويبين ملامح السوق ويشير إلى توقعات صعوده أو هبوطه في المستقبل, كما يعتبر عاملا أساسيا في التحليل الفني. (اندراوس,2005).

ب- معدل الدوران

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد, للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية, ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال العام أو خلال أي فترة زمنية, وعلية يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق, ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات, كما يشير ارتفاعه إلى كثافة التداول بشكل عام, وكلما زاد معدل دوران السهم كلما زادت سيولته وكلما كان سعره أقرب للسعر العادل له (طويرش,2006). ويكمل معدل الدوران مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه, إذ أنه من

الممكن أن تكون هناك سوقا صغيرة ولكنها نشطة, إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع .(Levine and Zervos,1998).

4- درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول إذا ما كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المدرجة أو موزعا على عدد كبير منها, ويمكن قياس درجة التركيز من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول (اندراوس, 2005). فارتفاع درجة التركيز تعني زيادة درجة سيطرة أسهم معينة على السوق, وهو ما يعني انخفاض الفرصة أمام المستثمر لتنويع استثماراته, وينعكس ذلك سلبيا على سيولة السوق , كما أنه يؤدي إلى زيادة درجة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد من الأسهم الواعدة, وهو ما يؤدي إلى زيادة درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في سوق الأوراق المالية (أبو الفتوح , 2005).

لذلك تعد درجة التركيز العالية أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق (Nieuwerburgh et al., 2006).

2-2 عوامل نجاح سوق الأوراق المالية

يتطلب نجاح سوق الأوراق المالية توفر العديد من العوامل والتي تتمثل في الآتي:

1- توفر مبدأ الافصاح عن المعلومات المحاسبية التي تظهر حقيقة المراكز المالية للشركات وقطاع البنوك وتبين أرباحها الفعلية والمتوقعة, وكذلك تطبيق مبدأ الشفافية والذي يظهر أسعار الأسهم المتداولة بقيمتها الحقيقية, مما يؤدي الى تدفق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان اتساع السوق.

2- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة بما يوفر لسوق الأوراق المالية توسعا ونشاطا يتيح الفرص أمام المتعاملين للاختيار وفقا لمصالحهم واتجاهاتهم (طويرش, 2006).

3- توفر الاستقرار السياسي والذي يقود للنمو والاستقرار الاقتصادي حيث

يتم استقطاب مستثمرين محليين أو أجانب الى سوق الأوراق المالية, فوجود الاستقرار السياسي يوفر مناخا استثماريا مشجعا ومطمئنا وقادرا على استيعاب الأموال المعروضة للاستثمار واجتذابها.

4- اعتماد سياسات اقتصادية تشجيعية لتحفيز الاستثمار, تضمن إعفاءات ضريبية للمشاريع الانتاجية, واستكمال البناء المؤسسي والقانوني الذي يشكل المرجعية للاستثمارات ويطمئن المستثمر على أمواله وأرباحه(بني هاني, 2002).

5- تأسيس سوق للمعلومات, مما يتطلب تطوير الخدمات المالية والفنية والإستشارية المتخصصة, والذي يعمل على رفع الوعي الاستثماري المالي والمصرفي لدى الجمهور, والارتقاء بمهنة المحاسبة والتدقيق لأن التقارير المحاسبية من المصادر الرئيسة للمعلومات عن أداء الشركات.

6- توفر عدد كبير من الشركات المساهمة العامة العاملة في البلد والتي تتداول أوراقها المالية في السوق, وكذلك توفر المؤسسات المالية والوسيطة والتي قادرة على توجيه المدخرات باتجاه الفرص الاستثمارية.

7- إرساء تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب، وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته (التميمي، 2010).

8- توفر حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، التي يقوم السوق بتحفيزها بوجود مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها (خبابة، 2004).

2-3 وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من المهام الضرورية, والتي تساعد في تحقيق التطور الاقتصادي والمالي في أي دولة, وتكمن أهميتها من كونها تقوم في العديد من المهام الاقتصادية الحيوية والتي يمكن إجمالها في الآتي :

1- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض للوحدات التي تعاني من عجز، أي بمعنى آخر

التوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.

2- تعمل سوق الأوراق المالية على توفير الفرص الاستثمارية البديلة لمدخرات الأفراد المكتنزة كاقتناء المعادن الثمينة والتحف، وبالتالي زيادة الأصول المنتجة في الاقتصاد، ومن ثم زيادة كفاءة تخصيص الموارد الوطنية(حنفي وقرياقص، 2005).

3- توفر هذه الأسواق يساعد على استقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج والمودعة في بنوك أجنبية، وكذلك جذب رؤوس الأموال الأجنبية بغرض خدمة الاستثمار المحلي، ومن ثم استغلال هذه الموارد الهامة مما يدفع عملية التنمية الاقتصادية إلى الأمام (خبابة، 2004).

4- التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة، حيث تعمل الأسواق المالية على توجيه مدخرات الاقتصاد الوطني إلى الشركات التي تحسن استغلال الموارد المتاحة لديها (أي الشركات الكفؤة) والتي تدفع بأسهمها إلى الصعود نتيجة أدائها المتميز، وبالتالي تحصل على التمويل اللازم لتوسيع نشاطاتها من خلال زيادة رأس المال.

5- تلعب سوق الأوراق المالية دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين (المستثمرين)، عند رغبتهم في تسييل استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل (بصورة خاصة) إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب، إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات(الزبيدي, 2001**)**.

6- تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة حجم تراكم المصادر المالية المتاحة عن طريق مساعدة الأفراد على استثمار مدخراتهم من خلال الإكتتاب بأسهم الشركات، أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض

الشركات والتي تعتبر بمثابة إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات وإضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق بما يخدم الاقتصاد الوطني.

7- الرقابة على أداء الشركات، بحيث تعتبر سوق الأوراق المالية جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة، تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفوءة، فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط(جبر، 2007). كذلك مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية(موسوي، 2003).

8- يمكن من خلال سوق الأوراق المالية التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني، حيث تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لإتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات الاقتصادية والمالية التصحيحية عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم قد يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها قد يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش (الزرري، 2001).

9- توفر سوق الأوراق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان وذلك بمساهمتها في تحقيق الضغط على موارد الجهاز المصرفي، وزيادة الائتمان في الخارج وبالتالي التخفيف من تأثيرات ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.

2-4 العوامل المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية

يتأثر نشاط سوق الأوراق المالية بالعديد من العوامل ومن أبرزها:

أ. العوامل الاقتصادية: تمثل سوق الأوراق المالية جزء مهما في اقتصاد أي دولة. فإذا كان أداء الاقتصاد ضعيفا يكون أداء معظم الشركات ضعيفا أيضا، وإذا كان الاقتصاد نشطا فإن أداء معظم الشركات يكون كذلك. لذلك تعكس سوق الأوراق المالية الحالة الاقتصادية في الدولة. وكما هو معروف تؤثر الظروف الاقتصادية العامة في الدولة وخارجها على نشاط كافة القطاعات الاقتصادية, ولكن بنسب مختلفة، ومن ثم التأثير على نشاط الأسواق المالية. وسيتم فيما بعد بيان آلية تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات سوق الأوراق المالية.

ب. العوامل السياسية: تلعب العوامل السياسية المحلية والدولية دورا بارزا في التأثير على نشاط الأسواق المالية، حيث أنها تؤثر مباشرة على نفسية المستثمرين خاصة الأجانب منهم، فلا يمكن لأي بلد من الفوز بثقة المستثمرين الأجانب إلا إذا اتسم نظامه السياسي بالاستقرار، وعليه يعد توفير المناخ السياسي المستقر عاملا أساسيا بالنسبة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وهذا ما أثبتته الوقائع العملية، حيث أن المستثمرين عادة ما يقبلون على تصفية استثماراتهم في الظروف التي يشوبها عدم الاستقرار(أبو الفتوح، 2005).

فإذا كان الحدث السياسي إيجابيا، فإن ذلك يدفع بالمستثمرين إلى الإقبال على شراء الأوراق المالية وبالتالي ارتفاع أسعارها، أما إذا كان الحدث السياسي سلبيا فإن ذلك يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية، وبالتالي زيادة عرضها ومن ثم انخفاض أسعارها (الزيدي، 2009).

ج. العوامل النفسية: إن العوامل النفسية للمستثمرين لها تأثيراتها الهامة على نشاط واتجاه سوق الأوراق المالية بشكل عام، خاصة في ظل ضيق قاعدة الإفصاح المالي والمعلومات المالية في السوق، حيث أن غياب هذه البيانات يفسح المجال أمام الاجتهادات الشخصية والإشاعات، وعدم الاستقرار النفسي للمستثمرين بشكل جماعي قد يؤدي إلى رد فعل مضاعف ومغالى فيه، إذ يمكن للخفض المبدئي في أسعار الأسهم أن يسبب مخاوف للمستثمرين من تحقيق الخسائر، الأمر الذي يدفع الكثير منهم- وفقا لسلوك القطيع - إلى الخروج من السوق، بحيث تترجم ردود الأفعال المتتابعة إلى عمليات بيع متزايدة تؤدي في نهاية المطاف إلى انخفاض

أسعار الأسهم بشكل لا يعكس قيمتها الحقيقية (اندراوس، 2005)؛ ومن بين التصرفات السلوكية التي يميل المستثمرون إلى اتباعها بدافع غريزي وبدون الثقة في نتائجها: الولاء لبعض الأسهم، الركض وراء الجموع، معاكسة التيار والاتجاه (التخالف)، الإكتئاب النفسي، سلوك الفرد وسلوك السوق كحشد من الناس (الرواشدة، 1999).

بالإضافة إلى بعض العوامل الأخرى المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الأداء غير الجيد للشركات وتلاعبها في إخفاء الحقائق، مما يعني عدم الشفافية وقلة المعلومات المتاحة للمستثمرين، وكذلك ظاهرة الاندماج بين الشركات، الشائعات, الخصخصة، النظم والتشريعات القانونية وغيرها من العوامل.

5-2 سيولة سوق الأوراق المالية

ينصرف مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وثمة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي: عمق السوق، واتساع السوق وسرعة استجابة السوق.

أ. عمق السوق: تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشط؛ بمعنى وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية، وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث تكون هامشية (الزرري،2001)، وعلى العكس من السوق العميقة فإن السوق الضحلة (Shallow) تتصف بعدم استمرارية التعامل في الأوراق المالية، حيث يؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أنَ من يرغب في الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل أن ينخفض السعر، وفي حالة فائض العرض ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر تجبره على تأجيل البيع، ومن أهم متطلبات السوق العميقة هو وجود وسائل اتصال فعالة بين المتعاملين مما يخلق استمرارية التعامل (اندراوس، 2005).

ب. اتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، وذلك يحقق الاستقرار النسبي في سعرها، ومن ثم يقلل من

مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع (الزيدي، 2009).

ج. سرعة استجابة السوق: يقصد بها القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة، من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تخفيض الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية مما يقلل من تردده في بيعها، كما يضمن أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة المالية لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل، وتتطلب هذه الخاصية توافر وسائل اتصال فعالة بين المتعاملين (اندراوس، 2005).

2-5-1 نشأة وتطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية

يعد إنشاء سوق عمان للأوراق المالية من الخطوات الهامة والبارزة في مسيرة تطوير القطاع المالي في الأردن، حيث خطى هذا السوق منذ نشأته خطوات مهمة إذ حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه، مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في العالم العربي، ومن أكثر الأسواق انفتاحا للمستثمرين الأجانب، خاصة بعد رفع سقف الملكية الأجنبية في عام 1998، وإقرار القوانين الهادفة إلى خلق مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية.

أولاً: نشأة سوق عمان للأوراق المالية وتطوره

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي، فقد بدأ الجمهور الأردني الإكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات؛ ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعا بالحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل، وسهولته،

وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب. ويعود الفضل في إنشاء سوق عمان المالي إلى الجهود التي بذلها البنك المركزي الأردني بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية(IFC) (International Finance Corporation) التابعة للبنك الدولي، وذلك عند إجراء دراسات مكثفة بينت أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة يبرران أهمية إنشاء السوق المالي، وكثمرة لهذه الجهود صدر القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس هذاالسوق، حيث باشر أعماله في الأول من كانون الثاني لعام 1978 كمؤسسة مالية عامة لها شخصيتها الاعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري.

وقد حدد القانون أهداف سوق عمان المالي فيمايلي: (موقع بورصةعمان الإلكتروني):

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، وتعبئة الموارد الاقتصادية المتاحة وجذب الاستثمارات الأجنبية.
2. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلد المالية وحماية صغار المدخرين.
3. جمع ونشر المعلومات والإحصائيات اللازمة من خلال توفيرها من الشركات ذات العلاقة بأعمال السوق، بما يتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بما يخدم التنمية.
4. العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتشغيلها عن طريق توزيعها على البدائل الاستثمارية الأكثر إنتاجا، لتحقيق إمكانيات تراكم رؤوس الأموال وتقوية الاقتصاد الوطني. ونتيجةً لتنامي ظاهرة العولمة والتقدم الكبير الذي حدث في العالم في شتى المجالات، وما نتج عنهما من التزام بتطبيق المعايير الدولية، الأمر الذي أدى إلى بروز تحديات كبيرة أمام دول العالم, خاصة النامية منها لإعادة تقييم أوضاعها ضمن المعطيات الجديدة. ومن الجدير

بالذكر أن الأردن كان من بين الدول التي أدركت هذه التحديات، فسعيا للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم الأسواق المالية، تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق عمان المالي تمثلت في إحداث تغييرات مؤسسية، واستخدام أنظمة للتداول والتسويق والتقاص الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار، وتقوية الرقابة للوصول إلى أعلى مستوى من الشفافية، وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية بما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والإنفتاح على العالم الخارجي (التميمي، 2010).

وقد كان من أهم التشريعات الاقتصادية التي تم اتخاذها هو إصدار قانون الأوراق المالية رقم23 لعام1997، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية في تاريخ سوق عمان المالي والذي تم تعديله بإصدار القانون رقم 76 لعام 2002، وقد هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم السوق واستكمال بنيته التحتية، وتم بموجبه فصل الجانب الرقابي والتشريعي الذي تقوم به هيئة الأوراق المالية عن الجانب التنفيذي الذي تقوم به كل من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية واللذان يعتبران مؤسستان تُداران من قبل القطاع الخاص (الزعبي، 2004). وبناء على ذلك تم تقسيم سوق عمان المالي إلى ثلاث مؤسسات جديدة هي:

1. هيئة الأوراق المالية (Securities Commission):

هي الهيئة الرقابية المنظمة للسوق، تعتبر هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع بالاستقلال المالي والإداري، تعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها. كما تقوم بمراقبة نشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وهي البورصة ومركز إيداع الأوراق المالية. بالإضافة إلى تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها. (التميمي، 2010).

2. مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center):

يتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وقد باشر أعماله في أيار1999 بهدف تحقيق الأمان في التعامل بالأوراق المالية، وتعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم

وذلك بإنشاء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع أنظمة تتسم بالأمان.

3. بورصة عمان للأوراق المالية (Amman Stock Exchange)(ASE):

باشرت أعمالها في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لها شخصية اعتبارية، وتتمتع باستقلال مالي وإداري، ولا تهدف إلى الربح، وتمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية لسنة 1997.

ومن الجدير بالذكر, أن بورصة عمان قد وصلت إلى مراحل متقدمة إذا ما قورنت ببورصات الدول النامية، وما يؤكد ذلك هو تصنيفها من قبل مؤشر ستاند اندبور(S&P500) في عام 2001 كواحدة من أفضل البورصات الناشئة في العالم، واحتلت المرتبة الخامسة بين تلك البورصات عام 2002 من قبل نفس المؤشر وذلك لما تتمتع به من مزايا كاستخدام نظام التداول الإلكتروني، وتطبيق نظم متطورة في مجال التسوية والتقاص، وكذا السماح لغير الأردنيين بالاستثمار في الأوراق المالية (قدومي، 2006).

ثانياً: أقسام السوق

ينقسم سوق الأوراق المالية الأردني إلى قسمين هما (موقع بورصة عمان الإلكتروني):

1. السوق الأولي: ويمثل سوق الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، والتي تعرض على المدخرين للإكتتاب فيها، والتي تسهم في زيادة التكوين الرأسمالي.
2. السوق الثانوي: هو سوق التداول والذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي وفقا لأحكام القوانين والأنظمة المعمول بها، وينقسم إلى أربعة أسواق هي:

أ. السوق النظامية: والتي يقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة تحددها لجنة إدارة السوق.

ب. السوق الموازية: يتم التعامل فيها بالأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس التي لم تحقق شروط الإدراج في السوق النظامية.

ج. سوق السندات: تشتمل السندات المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية على سندات التنمية وإسناد القرض، وأذونات الخزينة، ويعتبر هذا السوق ضيقا من حيث حجم التداول وذلك لعدم تنوع السندات فيه.

د. سوق التحويلات خارج القاعة (المستثناة من التداول): تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية، والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة.

أما الأوراق المالية التي يتم التداول بها في بورصة عمان فتتمثل في أسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية، وسندات وأذونات الخزينة، وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

2-5-2 تطور نشاط سوق عمان للأوراق المالية

حقق سوق عمان للأوراق المالية منذ إنشائه عام 1978 ولغاية اليوم تطورات هامة في نشاطه والذي تعكسه العديد من المؤشرات والتي من بينها (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم)، بالرغم من تسجيله لبعض حالات التراجع والتي تعزى للظروف السياسية والاقتصادية التي عرفتها المنطقة والتي انعكست على الاقتصاد الأردني بشكل عام، وعلى سوق عمان للأوراق المالية بشكل خاص، وعلى الرغم من ذلك تمكن السوق من تجاوز هذه الظروف وحقق أداء مميزا وهذا ما يمكن ملاحظته في الجدول رقم (1) والجدول رقم (2).

أولاً : تطور الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم

تعتبر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم من أهم المؤشرات في الأسواق المالية، حيث تبدي فكرة عامة عن اتجاه السوق، وتدل على مستويات الأسعار، وتحديد الاتجاه العام لها، وتستخدم لقياس التغيرات التى تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. ولقد بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي عام غير مرجح لأسعار الأسهم من خلال اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي بمقدار 100 نقطة، علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات المتمثلة في قطاع البنوك والشركات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة.

غير أنه وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية، وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس ليكون الرقم القياسي هو 100 نقطة (تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004)، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق، وتم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994، وإلى سبعين شركة في عام 2001، وإلى 100 شركة في عام 2007، ولاختيار هذه العينة تم اعتماد خمس معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، حيث تمثلت هذه المعايير في القيمة السوقية للشركة، وعدد أيام التداول، ومعدل دوران السهم، وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي تكون ضمن العينة، ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة، أو شطب إدراج هذه

الشركات، ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم، وذلك حتى تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

يبين الجدول رقم (1) الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية.

جدول رقم (1)

تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للفترة (1990-2010)

السنة	الرقم القياسي العام لأسعار لأسهم*(نقطة)	معدل التغير(%)
1990	804.3	-13.8
1991	1000.0	24.3
1992	1299	29.9
1993	1585	22.0
1994	1436	-9.4
1995	1591.7	10.8
1996	1534.6	-3.6
1997	1692.4	10.3
1998	1701.3	0.5
1999	1673.5	-1.6
2000	1330.5	-20.5
2001	1727.2	29.8
2002	1700.2	-1.6
2003	2615.0	53.8
2004	4245.6	62.4
2005	8191.5	92.9
2006	5518.1	-32.6
2007	7519.3	36.3
2008	6243.1	-17.0
2009	5520.1	-11.6
2010	5318.0	3.7

متوسط النمو السنوي	12.6

المصدر: موقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات إحصائية سنوية.أما النسب المئوية فتم حسابها من قبل الباحث.

* هذا الرقم محسوب بناء على الأسس المتبعة في عام 2004، (إغلاق كانون الأول1991= 1000).

أنه في عام 1990 تراجع السوق ليسجل انخفاضا نسبته (-13.8%) مع انخفاض في الرقم القياسي لأسعار الأسهم لجميع القطاعات، وذلك بسبب تفاقم أزمة المديونية الخارجية الأردنية، وأحداث حرب الخليج الثانية التي أثرت على الاقتصاد الأردني بشكل عام وألحقت به خسائر مادية كبيرة. إلا أن الاقتصاد الأردني وبفضل الإصلاحات الهيكلية التي تم اتخاذها في إطار برامج التصحيح الاقتصادي، استطاع أن يتجاوز الإنعكاسات السلبية لتلك الأحداث، الأمر الذي أدى إلى ظهور بوادر التحسن في أداء السوق في الفترة (1991-1993) حيث حقق الرقم القياسي معدلات ارتفاع بمقدار 24.3%، 29.9%، 22% في الأعوام 1991، 1992، 1993 على التوالي، وقد ساهم كل من انتهاء أزمة الخليج وزيادة حجم السيولة الناجمة عن عودة الأردنيين العاملين في دول الخليج واستثمار مالديهم في المملكة في تحسن السوق. وما لبث السوق عام 1994 أن تراجع بسبب ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع وأدوات الدين، إضافة إلى النشاط الكبير في السوق الثانوية للفترة (1991-1993) والذي رافقه ارتفاع في أسعار الأسهم مما حفز السوق الأولية عام 1994 لإصدار أسهم جديدة، حيث حققت تلك الإصدارات أرقاما قياسية لم يشهدها السوق منذ تأسيسه، الأمر الذي أدى إلى امتصاص جزء كبير من السيولة.

ولقد عرف الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم تذبذبا في النصف الثاني من عقد التسعينات والذي يعود جزئيا إلى التذبذب في الرقم القياسي لبعض القطاعات، فقد ارتفع الرقم القياسي في عام 1995 إلى 1591.7 نقطة بسبب التحسن في قطاع الصناعة، وتوقيع معاهدة السلام بين الأردن وإسرائيل عام 1994 والتي عززت الثقة في المنطقة بشكل عام وفي الأردن بشكل خاص، بالإضافة إلى قيام الحكومة باستحداث قانون الاستثمار لعام 1995، ليعرف انخفاضا عام 1996 بنسبة (-3.6%) وذلك بسبب تدهور عملية السلام، وبداية الإحباط والتشاؤم في المنطقة

العربية، وتراجع معدلات الاستثمار نظرا للخوف الكبير جراء هذا الحدث. ومن ثم عاد الرقم القياسي الى الارتفاع عام 1997 بنسبة 10.3% مقارنة بالعام السابق بسبب التحسن الذي طرأ على قطاعات التأمين والخدمات والبنوك، وتوقيع اتفاقية الشراكة الأردنية الأوروبية، وإصدار قانون الأوراق المالية وقانون الشركات، ولكنه لم يحقق في عام 1998 إلا ارتفاعا بسيطا قدر بنسبة 0.5%، ليتراجع عام 1999 بنسبة انخفاض (-1.6%)، يتبعها بعد ذلك انخفاضا حادا عام 2000 وصل إلى مستوى 1330.5 نقطة بمعدل انخفاض (-20.5%) وذلك نتيجة لتعثر عملية السلام، والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية في نهاية ذلك العام (تقارير سوق عمان المالي 1996، 1997).

ونتيجة للسياسات التي اتخذتها الحكومة والرامية إلى تعزيز المناخ الاستثماري في الأردن، وزيادة النمو الاقتصادي والمحافظة على استقرار سعر صرف الدينار الأردني، وتخفيض أسعار الفائدة، والمحافظة على عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة الإنفتاح على العالم ونجاح الأردن في إنجاز مشاريع الإتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة وأوروبا، والإنضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، والإستمرار في تطبيق برامج التخاصية، والتطورات التكنولوجية التي شهدتها البورصة في زيادة الثقة في سوق المال الأردني، وتحسن أرباح الشركات المساهمة العامة، وصدور قانون جديد للأوراق المالية رقم 76 لعام 2002، الأمر الذي انعكس إيجابياً على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث شهدت الفترة (2001-2005) ارتفاعا في هذا المؤشر بإستثناء عام 2002 الذي سجل انخفاضا طفيفا بمعدل (-1.6%) بسبب الظروف السياسية المحيطة بالعراق.

وقد عرف عام 2006 أعلى معدل انخفاض في الرقم القياسي خلال فترة الدراسة والذي قدر بنسبة (-32.6%)، وذلك بسبب الحركة التصحيحية للبورصة التي أدت إلى انخفاض أسعار الأسهم في جميع القطاعات، ومن ثم انخفاض الرقم القياسي العام، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع لأجل من 3.52% عام 2005 إلى5.13% عام 2006 مما شجع المستثمرين على إيداع أموالهم في البنوك بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية، ليرتفع بعد ذلك من 5518.1 نقطة

عام 2006 إلى 7519.3 نقطة عام 2007 بمعدل نمو 36.3%، ويعاود الانخفاض في الاعوام 2008 و2009 و2010 بمعدل (-17%)، (-11.6%),(-3.7) على التوالي بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أثرت سلبا على نفسية المستثمرين حيث زادت من حالات التشاؤم لديهم، كما أدت إلى تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية بحيث أصبحت مبيعات هذا الاستثمار تتفوق على مشترياته، بالإضافة إلى تأثيرها السلبي على ربحية الشركات المدرجة في السوق والتي أدت إلى انخفاض أسعار أسهمها.

ثانيا: تطور حجم التداول

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان للأوراق المالية، فهو يعطي فكرة عامة عن قوة أو ضعف سوق الأوراق المالية، فزيادة حجم التداول تدل على تفاؤل المستثمرين، وانخفاضه يدل على تشاؤمهم، وغالبا ما يبني المضاربون قراراتهم الاستثمارية عليه.

يبين الجدول رقم (2) حجم التداول الكلي الحقيقي بالدينار خلال فترة الدراسة،

جدول رقم (2)

تطور حجم التداول الكلي الحقيقي للفترة (1990-2010)

السنة	حجم التداول الحقيقي* (مليون دينار أردني)	معدل التغير(%)
1990	454.20	-36.9
1991	472.44	4.0
1992	1331.75	181.8
1993	1407.86	5.7
1994	694.36	-50.6
1995	574.70	-17.2
1996	319.92	-44.3
1997	444.05	38.8
1998	562.87	26.7
1999	469.25	-16.6
2000	400.86	-14.5
2001	785.72	96.00
2002	1097.30	39.6
2003	2093.88	90.8
2004	4172.99	99.3
2005	17928.85	329.6
2006	14209.87	-20.7
2007	11793.79	-17.0

2008	17031.02	44.4
2009	8156.3	-52.1
2010	5373.4	30.8
متوسط النمو السنوي		57.4

ملحوظة: تم حساب قيم حجم التداول الحقيقي والنسب المئوية من قبل الباحث بناء على البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان.

*حجم التداول الحقيقي= (حجم التداول الإسمي\ الرقم القياسي لأسعار المستهلك)×100، باعتبار سنة الأساس هي 2006، (2006=100).

انخفاض حجم التداول عام 1990 كان بسبب حرب الخليج الثانية وتفاقم أزمة المديونية الخارجية التي أدت إلى ضعف الإقبال على الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية، وذلك بسبب تخوف المتعاملين في الأوراق المالية من التدخل الحكومي في سياسات سوق عمان للأوراق المالية.

وخلال الفترة (1991-1993) شهد حجم التداول ارتفاعا كبيرا، حيث حقق أعلى نسبة نمو في عام 1992 وصلت إلى 181.8%، وكذلك أعلى حجم تداول في تاريخ السوق خلال الستة عشر عاما الأولى من عمره عام 1993 والذي بلغ 1407.86 مليون دينار، ويعزى ذلك الارتفاع إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، وتبني سياسات نقدية تهدف للمحافظة على الاستقرار النقدي والتي أعادت الثقة للمتعاملين في السوق المالي، بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة الناتجة عن عودة المغتربين الأردنيين العاملين في دول الخليج وتوجههم لإستثمار مدخراتهم في سوق الأوراق المالية. وما لبث حجم التداول أن تراجع خلال الفترة (1994-1996)، حيث كانت معدلات النمو سالبة خلال هذه الأعوام، والتي وصلت إلى (-50.6%)، (-17.2%)، (-44.3%) على التوالي، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع لدى البنوك المرخصة من 7.33% عام 1994 إلى 8.85% عام 1996، وكذلك ارتفاع الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية الممنوحة على شكل قروض وسلف من 10.42 % عام 1994 إلى 11.6 % عام 1996، بالإضافة إلى زيادة نشاط إصدارات السوق الأولية التي رافقها إتاحة فرص استثمارية جديدة، والتي أدت إلى امتصاص جزء كبير من السيولة المتاحة للاستثمار في السوق الثانوية.

وفي عامي 1997 و1998 ارتفع حجم التداول نتيجة التحسن في أداء الاقتصاد الأردني وزيادة المدخرات المحلية، وانخفاض أسعار الفائدة على شهادات الإيداع، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان للأوراق المالية، إضافة للأسباب المذكورة سابقا فيما يخص تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ليعاود الانخفاض من جديد في عامي 1999، 2000 بسبب الظروف السياسية الصعبة التي عاشتها المنطقة والتي ساهمت في انخفاض بمعدل (-14.5%) عام 2000.

وعرف حجم التداول الكلي الحقيقي ارتفاعات متتالية كبيرة منذ عام 2001 ولغاية عام 2005، حيث وصلت نسبة النمو ما يقارب 329.6% عام 2005 وهي أعلى نسبة نمو في حجم التداول خلال فترة الدراسة، وقد ساعد على ذلك نمو الاقتصاد الأردني بشكل ملحوظ، والذي أدى إلى تحسن أداء الشركات المساهمة الأردنية ومتانة مراكزها المالية، بالإضافة إلى صدور القوانين والتشريعات الجديدة كصدور قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، والتطورات التي شهدها السوق فيما يخص تطبيق الأنظمة الإلكترونية والتي نتج عنها توفير المعلومات الضرورية والرقابة الفاعلة على عمليات التداول، والسرعة والعدالة، مما هيأ المناخ الملائم للاستثمار في السوق المالي.

أما التراجع في حجم التداول الذي حصل عامي 2006 و2007 فكان نتيجة للحركة التصحيحية التي حدثت في البورصة والتي أدت إلى انخفاض في حجم التداول لجميع القطاعات، وكذا ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع والتي ارتفعت من 3.52% عام 2005 إلى 5.56 عام 2007. وبالرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد تمكنت البورصة عام 2008 من تحقيق نمو موجب في حجم التداول قدر بنسبة 44.4%، حيث ارتفع هذا الأخير من 11.79 مليار دينار عام 2007 إلى 17.03 مليار دينار عام 2008، بسبب زيادة عروض بيع الأسهم نتيجة للتخوف الكبير الذي سيطر على المستثمرين، ليعرف بعدها انخفاضا كبيرا وصل إلى 8.15 مليار دينار عام 2009 ومن ثم الى 5.37 مليار دينار عام 2010(تقارير هيئة الأوراق المالية 2006، 2007، 2008, 2009).

ثالثا: تطور معدل دوران الأسهم

يمثل معدل دوران الأسهم نسبة الأسهم المتداولة إلى إجمالي الأسهم المكتتب فيها، فهو يعكس درجة سيولة السوق، ويدل على تقدم نشاطه وزيادة حركته.

ويبين الجدول رقم (3) معدلات دوران الأسهم على المستوى الكلي في سوق عمان للأوراق المالية والتي تميزت بالتذبذب خلال فترة الدراسة، وبشكل عام فإن متوسط النمو السنوي لمعدل دوران الأسهم في السوق قدر بنسبة 34.8%.

جدول رقم (3)

تطور معدل دوران الأسهم للفترة (1990-2010)

السنة	معدل دوران الأسهم(%)	معدل التغير(%)
1990	33.44	-32.5
1991	37.75	12.9
1992	86.23	128.4
1993	51.12	-40.7
1994	25.9	-49.3
1995	20.98	-19.0
1996	17.72	-15.5
1997	17.8	0.45
1998	18.57	4.3
1999	19.13	3.0
2000	11.6	-39.4
2001	20.32	75.2
2002	26.55	30.7
2003	49.10	84.9
2004	58.19	18.5
2005	94.07	61.7
2006	101.14	7.5
2007	91.2	-9.82
2008	91.5	0.37

2009	91.3	-22.5
2010	102.2	12.3
متوسط النمو السنوي		34.8

المصدر: موقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات إحصائية سنوية. أما النسب المئوية لمعدل التغير فتم حسابها من قبل الباحث.

ويلاحظ انخفاض معدل دوران الأسهم عام 1990 بسبب أزمة الخليج الثانية والتي أدت إلى انخفاض في معدلات التداول لجميع القطاعات، وبالخصوص قطاع الصناعة، حيث وصل الانخفاض في معدل الدوران إلى 33.44% بمعدل انخفاض يعادل (-32.5%)، ولكن سرعان ما عاد هذا المعدل ليعرف تحسنا ملموسا في العامين اللاحقين ليسجل رقما قياسيا لجميع الأعوام التي سبقته، حيث ارتفع إلى أكثر من ضعفين ليصل إلى 86.23% عام 1992، نتيجة لحركة التداول الشديدة على جميع القطاعات، وكذلك لنفس الأسباب التي أدت إلى زيادة كل من أسعار الأسهم وأحجام التداول في هاذين العامين.

ويلاحظ أن نشاط سوق عمان للأوراق المالية عرف تراجعا خلال عام 1993، استمر لغاية عام 1996، حيث سجل معدل الدوران نسبة انخفاض حادة عام 1994 قدرت بنسبة (-49.3%) نتيجة لكبر حجم إصدارات الأسهم الجديدة في تلك الفترة، مما قلل من نشاط السوق، واستمر الانخفاض الكلي لمعدل الدوران إلى 51.12%، 25.90 %, 20.98%، 17.72% للأعوام 1993، 1994، 1995، 1996 على التوالي. وأظهرت معدلات دوران الأسهم من جديد إرتفاعات بنسب متفاوتة خلال الفترة (1997-2006) باستثناء عام 2000 الذي شهد فيه معدل الدوران انخفاضا وصل إلى 11.60% بعدما كان 19.13% عام 1999، ويعود ذلك للتطورات النوعية والسريعة التي شهدتها البورصة خلال تلك الفترة، حيث وصل معدل الدوران إلى أعلى رقم قياسي له خلال فترة الدراسة إلى 101.14% عام 2006، غير أن معدل النمو فيه انخفض إلى 7.5% بعدما كان 61.7% عام 2005 وذلك بسبب الحركة التصحيحية التي عرفتها البورصة. وبعد الارتفاع المضطرد في معدل دوران الأسهم، شهدت الأعوام 2007، 2008، 2009 ,2010 انخفاضا ملحوظا فيه

بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي أدت إلى تراجع ثقة المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية.

من كل ماسبق، يتبين أن نشاط سوق عمان للأوراق المالية المتمثل بالمؤشرات الثلاثة المستخدمة في الدراسة كان عرضة للتغير، حيث عرف تغيرات متباينة تراوحت بين الانخفاض والارتفاع، وهذا التغير لا يعزى للظروف السياسية فحسب، بل يتعدى إلى الظروف والإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها الأردن والتي مست الجانب النقدي والمالي، ومن ثم انعكست على نشاط السوق.

2-6 الدراسات السابقة

لقد أجريت العديد من الدراسات التي تناولت موضوع العلاقات المتبادلة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم ، وقد استخدمت في تلك الدراسات العديد من الأساليب الإحصائية والنظرية للتحقق من مدى تأثير تلك العوامل، وفيما يلي استعراض لبعض أهم الدراسات التي لها علاقة قوية بهدف الدراسة:

2-6-1 الدراســات الأجنبيــة

دراسة (مرصد الجامعة الأردنية,2009) بعنوان أسعار النفط و العائد في سوق الأسهم في الدول المستوردة للنفط حالة تركيا وتونس والأردن (Prices and Stock Market Returns in Oil Importing Countries: The Case of Turkey, Tunisia and Jordan) هدفت هذه الدراسة بفحص العلاقة بين التغيرات في أسعار النفط وسوق الأسهم في ثلاثة بلدان مستوردة للنفط، وهما تركيا وتونس والأردن. باستخدام بيانات شهريه لكل من أسعار النفط، وسعر الفائدة، والإنتاج الصناعي، ومؤشرات سوق الأوراق المالية وذلك من خلال تحليل التكامل و تطبيق نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM). وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثار لارتفاع أسعار النفط على عائدات سوق الأوراق المالية في هذه البلدان.

دراسة (Ahmed, 2008) بعنوان المتغيرات الاقتصادية التجميعية وسوق الأسهم في الهند (Aggregate Economic Variables and Stock Markets in India)

هدفت هذه الدراسة للبحث في طبيعة العلاقات السببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية الرئيسية التي تمثل القطاع العقاري والمالي في الهند وهذه المتغيرات هي مؤشر الإنتاج الصناعي والصادرات والاستثمار الأجنبي المباشر، وعرض النقود، وسعر الصرف وسعر الفائدة. وتشير الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في الهند تتأثر بالنشاط الاقتصادي باستثناء الحركة في أسعار الفائدة.

دراسة (Petrig و Sedik, 2006) بعنوان بورصة الأردن الاستثمار بها لأجل تنويع المخاطر أم لأدائها (The Jordanian Stock Market Should You Invest in It for Risk Diversification or Performance) هدفت الدراسة لتحليل أداء بورصة عمان وفحص درجة التكامل مع أسواق الأسهم في الدول المتقدمة والدول النامية ودول المنطقة وذلك من خلال استخدام كل من اختبار جوهانسون لفحص التكاملية واختبار الانحدار الذاتي لتحليل أداء بورصة عمان وقد توصلت الدراسة الى ان هنالك تكامل مع الأسواق كذلك ان الأسهم مقيمه بأعلى من قيمتها حتى نهاية 2005 وان السوق صحح نفسه مع بداية عام 2006.

دراسة (Jung و Goswami, 1997) بعنوان سوق الأسهم والقوى الاقتصادية: دلائل من كوريا (Stock Market and Economic Forces: Evidence From Korea) هدفت هذه الورقة للتحقق من آثار العوامل الاقتصادية على سوق الأسهم الكورية. باستخدام متجه تصحيح الخطأ النموذجي (VECM)، وذلك من خلال دراسات العلاقة على المدى القصير والمدى الطويل بين اسعار الاسهم وتسعة من متغيرات الاقتصاد الكلي الاقتصاد الكوري. وقد وجدت الدراسة أن سوق الأسهم الكورية متكامل مع متغيرات الاقتصاد الكلي التسعة. كذلك وجود علاقة ايجابية بين أسعار الأسهم الكورية الإنتاج الصناعي، والتضخم، واسعار الفائدة في الأجل القصير، وعلاقة سلبية على المدى الطويل مع أسعار الفائدة وأسعار النفط والتغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية.

دراسة (Maysami, 2004 وHowe و Hamzah) بعنوان العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي و مؤشر سوق الأسهم (Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration

(Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices) وذلك من خلال فحص العلاقة التكاملية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأوراق المالية ومؤشرات القطاعات بدلا من المؤشر الكلي. وبالتالي في هذا الورقة هنالك بحث للعلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة لسنغافورة ومؤشر سوق الأسهم (الصناعة)، ومؤشر قطاع التمويل، ومؤشر الشركات العقارية، ومؤشر الفندق. وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة تكاملية بين المؤشرات وكل من التغيرات التي طرأت على معدلات الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل، والإنتاج الصناعي، ومستويات الأسعار، وسعر الصرف، وعرض النقود.

دراسة (Beng, 1998) بعنوان اثر القوى الاقتصادية في كوالالمبور على المؤشر العام للبورصة (The Effects of Economic factors on kuala lumpur Stock Exchange Composite Index) تم استخدام نموذج قياسي لتحليل بيانات السلاسل الزمنية معتمد على كل من فحص الانحدار والانحدار الذاتي (VAR) لقياس تأثير كل من أسعار صرف العملات الأجنبية، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم على المؤشر المركب لبورصة كوالالمبور، وتشير النتائج إلى أن متوسط معامل سعر الصرف وسعر الفائدة، كذلك معامل التضخم لهما اثر سالب ومعنوي على اداء مؤشر البورصة.

دراسة (Leng, 2000 و Sieng) بعنوان الروابط بين النشاط الاقتصادي وسوق الاسهم والسياسة النقدية: تجربة ماليزيا (Linkages of economic activity, Stock price and monetary policy: The case of malaysia) تم صياغة نموذج بسيط لإظهار هل هنالك علاقة طويلة الاجل بين الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وأسعار الأسهم، وأسعار الفائدة، وألارصدة النقدية الحقيقية. وقد تم التحليل بأخذ فترتين الأولى هي الفترة قبل تنفيذ ضوابط رأس المال الانتقائية من جانب السلطة، والثانية منذ اعتماد هذا النظام. وقد وجدت الداراسة ان هنالك علاقة تكاملية بين المتغيرات على المدى الطويل وان المتغيرات لها اثار متباينة على اداء البورصة وخصوصاً في الفترة الثانية.

دراسة (Hamao, 1988) بعنوان هل هنالك دليل عملي لانطباق نظرية الـ arbitrage pricing باستخدام بيانات عن الاقتصاد الياباني (An empirical examination of the arbitrage pricing theory: using Japanese data",) وهدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى وجود علاقة بين أسعار الأسهم ومتغير الناتج في اليابان وذلك باستخدام بيانات شهرية، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين تغيرات الأسعار في البورصة والناتج المحلي الإجمالي من جانب أخر.

دراسة (Chen etal, 1986) (Economic Forces and the stock market) بغرض تقييم أثر الأخبار الاقتصادية (Systematic economic news) على عوائد أسهم السوق المالي باستخدام نموذج تقدير التسلسلي الإتجاهي الذاتي (VAR) ووجد بأن نمو الإنتاج الصناعي يؤثر ايجاباً وبمعنوية إحصائية على أسعار الأسهم في الولايات المتحدة، في حين ظهرت أن العوامل الدولية تلعب دوراً هاماً في تحديد أسعار الأسهم في الاقتصاد الياباني كأسعار البترول وشروط التبادل التجاري وأسعار الصرف.

دراسة (Dritsaki&Dritsaki, 2004) بعنوان (Macroeconomic Determinants of stock price Movemoments: An Empirical Investigation of the Greek stock market) "المتغيرات الاقتصادية الكلية وأثرها في حركة أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية لسوق الأسهم في اليونان" حيث ركزت الدراسة على أجراء اختبار تطبيقي لوجود علاقة طويلة الأمد بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم في اليونان والمتغيرات الاقتصادية الرئيسة المؤثرة عليـــه (Fundamentals)، وبالتحديد الإنتاج الصناعي والتضخم وأسعار الفائدة، مستخدمة أسلوب التكامل المشترك (Cointegration) وكذلك تطبيق اختبار السببية (Granger causality). وقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذه المتغيرات الاقتصادية الرئيسة وأسعار الأسهم في بورصة أثينا (اليونان).

2-6-2 الدراسـات العربية

دراسة (جوارنه, 1984) بعنوان: سوق عمان المالي وأهميته في الاقتصادي الأردني، وقد توصلت الدراسة إلى "نجاح السوق في تنمية الادخار القومي عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني وتمكن السوق من اجتذاب المزيد من تحويلات المغتربين الأردنيين، وذلك لقوة الارتباط بين حجم التداول والادخارات القومية، والتي تمثل التحويلات جزءاً هاماً منها، حيث بلغ معامل الارتباط البسيط بينهما 0.53، مع التنويه إلى أن الادخار المحلي خلال سنوات الدراسة 1977-1982 كانت سالبة"

دراسة (السناجله, 1995) بعنوان: اختبار الموسمية في أسعار الأسهم في كل من سوق عمان المالية وسوق الكويت للأوراق المالية، فقد غطت الفترة (1978-1993). واستخدم الباحث أسلوب الارتباط المتسلسل أو الذاتي (serial or Autocorrelation) واختبار نموذج السير العشوائي (Random Walk)، وخلصت الدراسة الى عدم وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين معدلات العوائد لأسابيع الشهر الواحد وكذلك بين عوائد أشهر السنة المختلفة، أي عدم وجود ظاهرة موسمية في أسعار الأسهم في السوقين.

دراسة (الطيب, 2011) بعنوان: اثر السياسات المالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة الأردنية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية . واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي: من خلال استعراض أهم الأدبيات ذات العلاقة في الجوانب التي هدفت الدراسة إلى إبرازها, وخلصت الدراسة إلى أن تأثر الأردن بتداعيات وسلبيات هذه الأزمة جاء محدوداً مقارنة مع اقتصاديات دول أخرى في المنطقة ودول العالم الخارجي. حيث غطت فترة الدراسة السنوات 1997- 2010 .

دراسة (الفراج, 2004) بعنوان: العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم المحلية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية " فقد غطت الفترة (1985-2001). واستخدم الباحث المنهج التحليلي الوصفي لنشأة سوق الأوراق المالية السعودي وتطوره. وكذلك استخدم المنهج التحليلي الكمي حيث

يشتمل على الأساليب القياسية الحديثة وذلك ببناء نموذج قياسي يتكون من المتغير التابع وهو مؤشر الأسهم المحلية, والمتغيرات المستقلة والتي تتضمن (الناتج المحلي الإجمالي GDP, وعرض النقود M2, معدل الفائدة IR, والرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة كمؤشر لمعدل التضخم INF, والإنفاق الحكومي G) وذلك لقياس تأثير هذه المتغيرات على مؤشر سوق الأسهم السعودي. وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي والمتغيرات المستقلة محل الدراسة باستخدام اختبار التكامل المشترك جوهانسن (J-J). وكذلك وجود علاقة طردية ومعنوية بين المؤشر العام للسوق السعودي وكل من الناتج المحلي الإجمالي والإنفاق الحكومي. في حين كانت العلاقة سالبة بين المؤشر العام للسوق السعودي وأسعار الفائدة وعرض النقود. وهذا يدل على أن عرض النقود يحتوي على ودائع ادخارية وزمنية والتي تعتبر فرصة استثمارية تنافسية مع الأسواق المالية.

دراسة (الصحراوي, 2011) بعنوان: أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن , فقد غطت الفترة (1979- 2009). واستخدمة الباحثة مجموعة من الاختبارات وهي : اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test), واختبار استقرارية معالم النموذج (Stability Test), واختبار التكامل المشترك (Cointegration Test), وتطبيق نموذج متجه تصحيح الخطأ (Model Vector Error Correction), والذي يعتمد على مجموعة من الاختبارات وهي : اختبار السببية, وتحليل مكونات التباين, واختبار دالة الاستجابة الفورية . وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات, حيث تبين أن الائتمان المحلي له تأثير سلبي ومعنوي على النمو الاقتصادي, بينما تبين أن لعرض النقد, والقيمة السوقية, ومعدل الدوران تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي, في حين أن الإنفاق الحكومي له تأثير سلبي غير معنوي على النمو الاقتصادي. وأظهرت الدراسة أن تطور الجهاز المصرفي له تأثير أكبر من تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي. وأن هناك تأثير سلبي للائتمان المحلي على النمو الاقتصادي في المدى القصير. بينما بقية المتغيرات كان لها تأثير إيجابي.

دراسة (قصراوي،2008) بعنوان: أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن. هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن وهذا خلال الفترة: (1978-2007)، حيث تم اختبار استقرار البيانات للسلاسل الزمنية، وفلترة البيانات، وذلك لعدم استقرارها ثم استخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares) (OLS)، إضافة إلى استخدام اختبار جرنجر للسببية. حيث تم قياس تطور السوق المالي من خلال القيمة السوقية، وحجم التداول، وتم قياس النمو الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الإجمالي في الأردن بالأسعار الجارية، إضافة إلى مجموعة من المتغيرات التحكمية المؤثرة في النمو الاقتصادي المتمثلة في: عرض النقد بالمعنى الواسع، التكوين الرأسمالي والاستهلاك الكلي.

أظهرت النتائج أن حجم التداول للأسهم كان له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، في حين بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية والنمو الاقتصادي في الأردن، كما أظهرت النتائج وجود علاقة سببية غير مباشرة من حجم التداول إلى النمو الاقتصادي، ومن القيمة السوقية إلى النمو الاقتصادي، حيث أن هناك علاقة ذات اتجاه واحد من حجم التداول إلى عرض النقد، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين عرض النقد والنمو الاقتصادي، ووجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من القيمة السوقية إلى التكوين الرأسمالي الإجمالي، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين التكوين الرأسمالي الإجمالي والنمو الاقتصادي.

دراسة (الطراونة، 2004) بعنوان: محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية. هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية على المستوى الكلي، الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة، وتحويلات العاملين في الخارج، والرقم القياسي لأسعار الأسهم، على نشاط سوق عمان للأوراق المالية، حجم التداول، وعدد الأسهم، والرقم القياسي لأسعار الأسهم، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) OLS للفترة (1978-2002). وقد خلصت الدراسه، إلى أن كلاً من الرقم

القياسي المرجح لأسعار الأسهم، والناتج القومي الإجمالي، تؤثر بشكل معنوي وإيجابي في حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، وعلى المستويين العام والقطاعي.

دراسة (الخطيب والشرع، 1994) بعنوان: سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية. حاول الباحثان اختبار مدى استجابة سوق عمان للأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية على الصعيد المحلي خلال الفترة (1980-1991)، خاصة فيما يتعلق بأسعار الأسهم وعوائدها، وحجم التداول في السوق، وتمثلت هذه المتغيرات الاقتصادية في معدل نمو الناتج القومي، وسعر الفائدة، والتضخم المتوقع، وسعر الصرف، والرقم القياسي لنمو الناتج الصناعي، ومعدل نمو عرض النقد بمفهومه الواسع(M_2). استخدم الباحثان في تحليلهما طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)(Ordinary Least Squares)، وتوصلا إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية إحصائيا بين معدل نمو الإنتاج القومي والرقم القياسي لنمو الناتج الصناعي من جهة، وبين أسعار الأسهم وعوائدها وحجم التداول من جهة أخرى، في حين لم تثبت وجود علاقة ارتباط مثبتة إحصائيا بين المتغيرات المستقلة الأخرى التي تضمنها النموذج والمتغيرات التابعة، وعليه اعتبر الباحثان أن سوق عمان للأوراق المالية سوقا غير كفؤ، وبالتالي لا يعتبر مؤشرا حقيقيا لطبيعة الأوضاع الاقتصادية في الأردن.

2-6-3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تعتبر هذه الدراسة، وحسب علم الباحث، الأولى مقارنة بالدراسات التي أجريت على الاقتصاد الأردني من الناحية الإحصائية أو القياسية فقد أجريت دراسات عديدة حسب علم الباحث تتعلق بهذا الموضوع في الأردن، ولكنها لم تستخدم نموذج VAR كما أن بعض هذه الدراسات كانت تتعامل مع متغيرات السلاسل الزمنية في النماذج القياسية دون عمل أية اختبارات لمعرفة مدى استقرار تلك المتغيرات مع الزمن، هذا ما يجعل بعض نتائج هذه الدراسات مضللة ويشوبها كثير من الأخطاء. ولذلك ستقوم هذه الدراسة بفحص استقرار متغيرات السلاسل الزمنية فيها أولاً قبل استخدامها في النموذج القياسي، كما أن جزء من الدراسات السابقة الأجنبية لم تختبر العلاقة التكاملية وعليه ستقوم هذه الدراسة باجراء اختبار التكامل.

الفصل الثالث
الأزمة المالية العالمية

3-1 الأزمة المالية العالمية: مفهومها، وأسبابها

تعد الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولا نظرا لطبيعتها، وارتباطها بدورات الأعمال، لذا سيتم التطرق لمفهوم الأزمات و أنواعها و ونقدم عرض لبعض الأزمات المالية مع التركيز على الأزمة المالية العالمية,(أزمة الرهون العقارية,2008) باعتبارها محور من محاور البحث.

3-2 ماهية الأزمة المالية

يعرف (عليوة, 2004) الأزمة بصفة عامة من الناحية الاجتماعية على أنها " توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة وإضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة ".

كما وعرفها (الخضيري, 2004) على أنها " لحظة حرجة و حاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة، وبذلك فهي تتعلق ببعدين هما:

1- التهديد الخطير للمصالح والأهداف الحالية والمستقبلية.

2- الوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار المناسب لحل الأزمة.

أما من الناحية الاقتصادية فيقصد بالأزمة بأنها ظاهرة تعرف بنتائجها، ومن مظاهرها انهيار البورصة، وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة. وتعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها " انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي" (عبدالحافظ، 1999). فالأزمة المالية هي "انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار "فقاعة سعرية" مثلا، والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية (علواش، 2008).

ومن هنا يمكن تعريف الأزمة المالية:

هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، و معدل الصرف، وتعبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

ويمكن إبراز الخصائص الأساسية للأزمة المالية في النقاط التالية:

1- حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع.
2- التعقيد، والتشابك، والتداخل في عواملها وأسبابها.
3- نقص المعلومات الكافية عنها.
4- تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة.
5- سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعياتها.

6- أن مواجهة الأزمة يستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات، وحسن توظيفها في إطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

3-3 أنواع الأزمات المالية

على إختلاف وتعدد أنواع الأزمات المالية والاقتصادية، يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع كمايلي:

1- **أزمة مصرفية :** تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع وبالتالي تحدث أزمة سيولة لدى البنك، وإذا إمتدت إلى بنوك أخرى تحدث في تلك الحالة أزمة مصرفية Systematic Banking Crisis، وعندما تتوفر الودائع لدى البنوك وترفض، منح القروض خوفًا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة إقراض أو ما يسمى أزمة ائتمان Credit Crunch، ومن حالات التعثر المالي بنك بريطانيا "Overend & Gurney"، وبنك الولايات المتحدة الأمريكية "Bank of United States" عام 1931.

2- **أزمة عملة:** تحدث الأزمة عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربي شديد يؤدي إلى انخفاض قيمتها إنخفاضا كبيرا، وهو ما يفرض على السلطات النقدية خفض قيمتها وبالتالي تحدث أزمة إنهيار سعر صرف العملة.

3- **أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات):** تحدث الأزمات في الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة "bubble" والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمتها العادلة نتيجة شدة المضاربة، ويكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، و لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها، ويرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى (شاهين,2008).

3-4 أهم الأزمات المالية

شهدت الأسواق المالية العالمية خلال القرن العشرين انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وكان آخرها الأزمة العالمية الأمريكية والتي سيتم التركيز عليها.

1- **أزمة 1929** : شهدت العلاقات النقدية والمالية الدولية استقرارا نسبيا بعد تجاوز الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال فترة الحرب العالمية الأولى، ومع استمرار ارتفاع أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك منذ عام 1924على مدى خمس سنوات متتالية حيث وصلت إلى أعلى مستوياتها في 28 تشرين الأول1929 حيث سجل مؤشر داوجونز ارتفاعا كبيرا إذ انتقل من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة 273% مما أدى إلى حدوث أزمة حقيقية بخسارة المستثمرين لعملياتهم في الأسواق المالية بحوالي 200 مليار دولار، وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد، وتميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية.(عطوان،2000).

1- زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.
2- كانت لها صفة الدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.
3- استمرارها لفترة طويلة نسبيا.
4- عمق وحدة هذه الأزمة، ففي الولايات المتحدة انخفضت الودائع لدى البنوك بـ33% كما انخفضت عمليات الخصم والاقتراض بمقدار ضعفين، ووصل عدد البنوك المفلسة من عام 1929 إلى 1933 أكثر من 10,000 بنك، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية.
5- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك انجلترا خلال الفترة 1930-1933 بحدود3.1% مقابل 5.5% في عام 1929 ويرجع سبب ارتفاع أسعار الفائدة مع بداية الأزمة إلى تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، فالمستويات المتدنية لأسعار الفائدة تسببت

في إطالة أمد الأزمة، كما أن المقرضين كانوا يغالون في طلب الضمانات على القروض مما كان يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها.

6- اختلاف مدة وقوة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.

7- التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، ففي انجلترا تم إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 أيلول 1931 ، مما نتج عنه تدهور قيمة الجنيه الإسترليني، كما تسببت الأزمة في تخفيض قيم العملات الرئيسية الدولية بـ (50%-84%)

8- توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا و النمسا.

وتعود أسباب أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في الأسواق الدولية وتتلخص أساسا فيمايلي:

1- ضآلة نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي بنسبة 10%، وباعتبار المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم مما أدى إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشراء النقدي.

2- البيع على المكشوف من طرف المضاربون للأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار مرتفعة على أمل شرائها عند انخفاض أسعارها مقابل هامش ربح.

3- الممارسات غير الأخلاقية واستغلال ثقة العملاء، والتلاعب في أسعار الأوراق المالية.

2- أزمات الثمانينات: خلال الثمانينات حدثت أزمتين متتاليتين هما أزمة 1989,1987 ويعود السبب الأساسي لنشوئهما في تغيرات الأسعار في أسواق رأس المال الناتجة عن اختلال التوازن بين العرض والطلب، وفيمايلي أهم أسباب وتداعيات الأزمتين ضمن النقاط التالية:

أزمة" 1987 أزمة الاثنين الأسود ":عرفت بورصة وول ستريت بنيويورك في19 تشرين الأول 1987 انخفاضا متتاليا في أسعار تداولاتها المالية صاحبه اندفاع المستثمرون إلى بيع أسهمهم مما أدى إلى انخفاض مؤشر داوجونز بمقدار508 نقطة في يوم واحد، بنسبة 21.6% مما أثر على

باقي البورصات العالمية وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك سجل انخفاض قدره 800 بليون دولار بنسبة 26%، ولندن 22%، وطوكيو17%، وفي بورصة فرانكفورت 15%، في أمستردام 12%. (الموسوي,1990) .
وتعود أسباب الأزمة إلى انهيار أسعار30 نوعا من أسهم أشهر الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث فقد مؤشر داوجونز نسبة 21.6%من مستواه السابق، وانخفضت أسعار أسهم بورصة نيويورك نتيجة الخلل في التوازن بين العرض والطلب الناشئ من جراء كثرة أوامر البيع بشكل واسع.

وتتلخص أهم الأسباب المؤدية إلى حدوث أزمة الاثنين الأسود في النقاط التالية:

1- نشاط السوق المالية الدولية بشكل مذهل حيث بلغ ذروته سنة1987.
2- قوة ارتباط الأسواق المالية فيما بينها.
3- ضخامة الصفقات والعمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.
4- تنوع الأصول المتعامل بها.
5- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال، وأكثر التقنيات تطورا في إدارة الأنشطة والعمليات ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر.
6- قوة العلاقات النقدية والمالية كان من أهم قنوات انتقال الأزمة، ومثال ذلك تداول العملات الرئيسية كالدولار تسببت تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر1987.
7- التفسيرات المتناقضة التي تتعلق بكفاءة السوق المالية.

أزمة 1989: بدأت آثار الأزمة في شهر أيلول 1989 عقب إعلان الحكومة الأمريكية عن رفع أسعار الجملة والتجزئة بنسبة 9%, 5% على التوالي، مع امتناع البنك المركزي الأمريكي" البنك الاحتياطي الفدرالي "عن تخفيض أسعار الفائدة، وفي 13 تشرين الأول 1989 انخفض مؤشر داوجونز بنسبة 190نقطة، أي بمقداره7% ، وفي طوكيو فقد مؤشر نيكاي 647 نقطة، كما أضاع مؤشر فايننشال تايمز 142 نقطة.

وتختلف أزمة 1989 بالمقارنة بأزمة تشرين الأول 1987 لأسباب عديدة أهمها:

1- تحسن الظروف الاقتصادية وعدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية.

2- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم(بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات وتحسن أرباحها)، ولم تكن هناك دوافع لبيع الأسهم، لهذا كانت زياد عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا و بعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.

3- اقتصار بيع الأوراق المالية(الأسهم خاصة) على المستثمرين الصغار دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم و نطاق العمليات و بالتالي عدم تسببها في التأثير بشكل كبير على الأسعار.

4- عدم وجود توقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ.

5- إن إسراع المستثمرين عام 1987 لبيع أسهمهم تسبب فعلا في انخفاض الأسعار، أما عام 1989 فضل المستثمرون عدم الاستعجال بالبيع، مما ساعد على تهدئة الأسواق والحد من انخفاض الأسعار.

6- اتسم موقف الحكومة الأمريكية باللامبالاة في أزمة تشرين الأول 1987 مما أثر سلبا وزاد في تفاقم الأزمة، على خلاف عام 1989 حيث سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة، عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايدة بحجم كبير جدا من السيولة، وهو ما ساعد على احتواء الأزمة. (عطوان,2000).

3- أزمة الأسواق المالية الناشئة: شهدت فترة التسعينات العديد من الأزمات منها الأزمة المالية التي عصفت بالأسواق المالية الناشئة كالمكسيك، والأرجنتين، وفنزويلا وغيرها، ويقصد بالأسواق الناشئة على أنها أسواق مالية لبلدان تعودت على تلقي تدفقات رؤس أموال خارجية ضخمة لفترة طويلة فأصبحت أكثر اندماجا في السوق الدولية واستجابة وأشد حساسية لآليات السوق، ومع توقف هذه التدفقات النقدية حدثت الأزمة المالية وأصبح الاقتصاد يواجه التزامات وديون مالية، وفيما يلي نموذج من هذه الأزمة ونقدم شرح لأزمة المكسيك ضمن النقطة التالية:

أزمة المكسيك: حدثت أزمة المكسيك سنة 1994 بعد عجز ميزان العمليات الجارية في ميزان المدفوعات أدى إلى عجز المكسيك عن سداد ديونها

الخارجية مما نتج عنه انخفاض أسعار صرف العملة الوطنية "البيزو" بنسبة 40% في 2005/1/31 مقارنة بسنة 1994 ، وتعود الأسباب الرئيسية لتفاقم أزمة سعر الصرف المكسيكي إلى النقاط التالية:

1- تقييم العملة الوطنية بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية.

2- إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية وتطبيق نظام التعويم الكامل، و فتح أسواق المال على مصراعيه للاستثمار الأجنبي.

3- التوسع في إستراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سترتفع فيما بعد، وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم عملة البيزو.

4- ارتفاع أسعار الفائدة، وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل، والتوسع في منح الائتمان من قبل البنوك هي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، والتي دفعت بالحكومة المكسيكية إلى انتهاج سياسة نقدية انكماشية للمحافظة على استقرار العملة.

4- أزمة جنوب شرق آسيا: شكل النموذج التنموي الأسيوي مثالا نال إعجاب الكثير من الاقتصاديين، وهو ما شجعهم على الاستثمار فيها، وقد عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل عام 1997 كأزمة اندونيسيا عام 1978، وكوريا عام 1980، إلا أن أزمة 1997 كانت من أخطرها، وتعود أسبابها إلى تجاهل حكومات دول اندونيسيا، تايلاند، كوريا، ماليزيا للمشاكل المالية التي تتفاقم نتيجة ثقتهم في الأداء الاقتصادي المتميز مما سبب لها أزمة سعر صرف حقيقية سنة 1997 حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة و تدنت الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فارتفعت أسعار الفائدة في أسواق بعض هذه الدول إلى200% من السعر السابق، مما دفع بالمستثمرين التخلص من الأوراق المالية التي لديهم والاستفادة من سعر الفائدة، وبلغت نسبة انخفاض أسعار الأسهم ما بين 25%,50% من أسعار السائدة في السوق، وقد

بدأت الأزمة في تايلاند لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية عندما قام ستة من كبار تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض العملة الوطنية "البات" وذلك بعرض كمية كبيرة منها للبيع، مما أضعف من قدرة الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل الاحتياطي خاصة بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق، ثم انتقلت العدوى إلى ماليزيا بإنهيار عملتها بنسبة 17.8% في 1997/9/15 مقارنة بسنة 1996. أما تايوان رغم محافظتها على مستوى عملتها، إلا أنه انخفض مؤشر سوق المال فيها بنحو20%، وكذلك الأمر لهونج كونج التي امتدت الأزمة إليها مما دفع بالحكومة إلى رفع سعر الفائدة إلى200% فحدث تحول ضخم ورهيب للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية، مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات، وأثر بدوره سلبا على أسواق الدول المتقدمة كبورصة نيويورك ولندن و باريس و فرانكفورت و طوكيو. وفيما يلي أهم الأسباب الرئيسية لأزمة دول جنوب شرق أسيا :

1- كثرة تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب النمو الاقتصادي المرتفع، والاستقرار السياسي، وإلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال.
2- منح قروض للقطاع الخاص دون ضمانات كافية.
3- ضعف الجهاز المصرفي والمالي وعدم القدرة على تطويره، بالإضافة إلى انسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية.
4- حرية البنوك في الاقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة مما أدى إلى زيادة الإنفاق.
5- تحويل الاستثمار في الأوراق المالية إلى إيداعات بالبنوك بسبب الرفع في أسعار الفائدة للحد من التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية.
6- توسيع التعامل بالمشتقات المالية فتح المجال واسعا للمضاربات المحفوفة بالمخاطر.

7- الاعتماد في تمويل العجز في الموازنة العامة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

5-3 الأزمة المالية العالمية " أزمة الرهون العقارية الأمريكية (2008)"

1 - أزمة الرهن العقاري أسبابها:

يواجه الاقتصاد العالمي في هذه الفترة أزمة مالية حقيقية عصفت بالأسواق المالية الدولية والوطنية، وأثرت على البنوك والمؤسسات المالية بصفة خاصة وبشكل لم يسبق له مثيل منذ أزمة 1929 ، وتعود بداية الأزمة إلى آب سنة 2007 عبر ما يسمى ب"أزمة الرهن العقاري" أو" القروض السيئة ذي الفائدة القابلة للتغيير" حين توسعت المؤسسات المالية الأميركية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء سكنات وإرتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69,2% سنة 2004 وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى القانون الصادر سنة 1977 والذي ينص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع إذا التزمت بالإقراض إلى أُسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع، ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون ضمانات كافية ذلك أثر سلبا على قدرتها المالية رغم محاولاتها الاقتراض من بنوك أخرى عبر السوق النقدية ورفضها إقراضها، وتدخل البنك المركزي في تقديم مليارات الدولارات كقروض للبنوك إلا أنه اتسعت رقعة البنوك التي تعاني من عجز في السيولة النقدية، الأمر الذي أدى في مرحلة تالية إلى ظهور حالات الإفلاس التي يشهدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي حيث بلغ عدد المؤسسات الأمريكية التي أفلست أو قريبة من الإفلاس بحوالي 120 مؤسسة مالية منها إفلاس مؤسستي" ليمان برذرز"، "ميرل لينش"، ووصلت أكبر مؤسسة تأمين أمريكية AIG American International Group حافة الإفلاس لولا تدخل الخزانة الأمريكية والاحتياطي الأمريكي الفيدرالي لإنقاذها، ويكفي أن نشير إلى أن الأزمة المالية الحالية كلفت الاقتصاد الأمريكي حوالي 1000 مليار دولار مما استدعى تدخلا

مباشرا من الإدارة الاقتصادية لإيجاد حل لهذه الأزمة، وخصصت مبالغ ضخمة لتجاوزها قدرت بحوالي 800 مليار دولار ويقدر مجموع ما ضخه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي حتى الآن حوالي 180 مليار دولار، كما قامت الخزانة الأمريكية بطرح سندات خزينة وشراء القروض المتعثرة لإنقاذ المصارف والمؤسسات المالية الأمريكية،(الحسين, 2008). وساهم تحرير أسواق التمويل العقاري بإلغاء الحد الأقصى للإقراض، ولأسعار الفائدة على الودائع، وإلغاء القيود على الائتمان في فتح المجال لزيادة التنافس بين البنوك والمؤسسات وسرعة نمو الائتمان العقاري، وتتميز أسواق الرهن العقاري بمجموع من الخصائص.(حشاد, 2008)

1- نسبة القرض إلى القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة السكن) ومدة القرض : فإرتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لإقتراض المزيد، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين(المقصود بخدمة الدين سداد القسط مضافا إليه الفائدة المستحقة) إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.
2- إمكانية تكرار الإقتراض بضمان قيمة السكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للسكن تسمح للجمهور بالإستفادة مباشرة من ثرواتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند إرتفاع أسعار السكنات، وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرتهم على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.
3- إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: فكلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال، وتقديم القروض للجمهور إذا ما تساوت الشروط الأخرى.

3-6 تطورات الأزمة وإضطراب الأسواق المالية

امتد تأثير الأزمة إلى الأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي بعد ارتفاع حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية عالية المخاطر في سياق عملية تصحيح رئيسية تشهدها سوق المساكن في أميركا، حيث قامت المصارف وشركات

العقار ببيع الديون إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات قابلة للتداول في أسواق البورصة العالمية من خلال ما يعرف بعمليات" التسنييد"، أو"التوريق "وتوالت عمليات التوريق والتي أدت إلى بدورها إلى توسع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، ومن جهة أخرى ولتعزيز مركز السندات قامت البنوك و المؤسسات المالية بالتأمين على السندات لدى شركات التأمين على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها ضمانا لسداد قيمة السندات من طرف شركة التأمين, في حالة ما إذا أفلس البنك أو عجز صاحب العقار عن السداد. كما قاموا برهن تلك السندات للإستفادة من أسعار الفائدة مما شجعهم على إقتناء المزيد من تلك السندات، وخلال ذات الفترة تم إصدار أدوات مالية جديدة تسمى" المشتقات المالية "حيث تم المضاربة عليها في الأسواق المالية وبصورة منفصلة عن السندات، وكنتيجة لتلك الفروقات السعرية التي أرهقت أصحاب العقارات وتوقفوا عن التسديد قامت البنوك ببيع العقارات محل النزاع والتي رفض مالكوها الخروج منها. وكنتيجة لهذا النزاع بين البنوك وأصحاب العقارات أدى ذلك إلى إنخفاض قيمة تلك العقارات بدءا من عام 2007 وأصبحت قيمتها أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها فلم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع السندات التي بدأت قيمتها في الإنخفاض فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية، وكنتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد هبطت قيمة أسهمها في البورصة, وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها فسيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة مما دفع في اتجاه قيام المودعين بسحب ودائعهم مما إنعكس سلبا على سيولة البنوك على الرغم من تدخلات البنوك المركزية والتي جاوزت 500 مليار دولار فأعلنت إفلاسها. (شاهين, 2008). وتوالت الخسائر وانخفضت أسهم البنوك وشركات الإستثمار العقاري والنتيجة أن أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام.

7-3 تحركات البنوك المركزية

في ظل تلك الظروف زادت الأمور توترا خاصة مع إعلان شركة التأمين وهي أكبر شركة في العالم AIG عدم قدرتها على الوفاء بإلتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريبا مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار

مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها، إلا أن الكثير من المؤسسات المالية الأمريكية مثل" مورجان ستانلي"،" جولدمان ساكس" أعلنت إفلاسها، وآخرها في أيلول 2008 إعلان بنك "Lehman Brothers" إفلاسه، قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم في تموز 2008 بما يقرب من 435 مليار دولار أمريكي.(شحاتة,2008). رغم قيام البنك الفيدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار الفائدة في كانون الثاني 2008 بخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3,50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين كانون الثاني ونيسان من ذات العام، وقيام عدد من البنوك المركزية الأخرى في مختلف أنحاء العالم بتخفيض أسعار الفائدة، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بخفض سعر الفائدة من 4.25%إلى 3.75%، واتخذت كل من البنوك المركزية في كندا والمملكة المتحدة وسويسرا والسويد نفس الإجراء بالتخفيض بمقدار نصف في المائة، ومن جهة أخرى للتخفيف من حدة الأزمة وليس لتجاوزها لأن تجاوزها يتوقف على آثارها التي من المتوقع أن تمتد لسنوات حسب تقديرات اقتصادية إلى غاية عام 2012 وهو العام الحالي، حيث قامت البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بضخ أموال في سوق المال، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بضخ أكثر من 69 مليار يورو، و14.2 مليار دولار أمريكي من البنك المركزي الياباني، وكذلك قامت الحكومة البريطانية بدعم مبادرة لإنعاش سوق العقارات من الركود بتكلفة تصل إلى نصف مليار جنيه إسترليني. إن قرار الحكومة الأمريكية تخصيص مبلغ 700 مليار دولار لضخها في القطاع المصرفي قد لا تغطي الديون المتعثرة سوى 6% منها وهي غير كافية لمعالجة الأزمة وهو ما يفسره إستمرار هبوط مؤشرات البورصة، وكذلك إن محاولة البنك المركزي تقليص سعر الفائدة بهدف تشجيع البنوك على الإقتراض فيما بينها وتنشيط أداء البورصة لن تكون كافية للخروج من الأزمة.

8-3 تأثير الأزمة المالية على البورصات العالمية

زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف نزيف التراجع.

ومن أهم تلك العوامل والأسباب الرئيسية التي جعلت البورصات العالمية تتدهور هي:

1- توسع المؤسسات المالية في منح الإئتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقرضة ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.

2- عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية أخيرا، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشرا سلبيا لأداء الاقتصاد الأمريكي.

3- عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعورا لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن المعروف أن أسواق المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية.

4- عدم ثقة المستثمرين في الاقتصاد الأمريكي و الحكومة والإجراءات التي تتخذها مما أدى إلى عزوف المستثمرين عن الاستثمار في البورصة, (مركز دراسات الشرق الأوسط,2008).

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن الاقتصاد العالمي مر بالعديد من الأزمات السابقة التي تعددت أسبابها، آثارها، حيزها و نتائجها. فالأزمات المالية والاقتصادية تمر وفقا لدورات تنتج عنها فترات توازن، ويمكن القول أن الأزمات هي شر لا بد منه في ظل النظام الرأسمالي من أجل إعادة تنظيم الاقتصاديات كما يمكننا أيضا اقتراح مجموعة من الحلول تتمثل في(الشيخ, 2009):"

1- التركيز على الاقتصاد الحقيقي الذي يصاحبه إنتاج وتبادل فعليين.

2- تركيز القروض والائتمان وتوجيهها نحو القطاع الاقتصادي الحقيقي.

3- تغيير التعامل بالعملات من الدولار إلى عملة متفق عليها دولياً.
4- وضع مخطط عالمي يقوم على تضافر الجهود الدولية.
5- وضع قوانين صارمة وقواعد جديدة عالمية تحكم التبادل في الأسواق المالية، وتضع المضاربات تحت المجهر.
6- الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية لأن الإسلام دين نظم جميع نواحي الحياة الإنسانية بطريقة سليمة، علمية وإنسانية.
7- اعتماد الدول العربية على الاستثمار والبناء الداخلي.

الفصل الرابع

الجانب التطبيقي للدراسة ومناقشة النتائج والتوصيات

يتضمن هذا الفصل المنهجية المتبعة في الدراسة من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة منها، حيث سيتم توضيح النموذج المستخدم، والمتغيرات الداخلة فيه، بالإضافة إلى بيان الاختبارات والأساليب الإحصائية التي تم استخدامها للتحقق من مصداقية النتائج.

4-1 تعريف المتغيرات الإجرائية

GI: الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية.

RCD: سعر الفائدة على شهادات الإيداع استحقاق سنة.

INF: معدل التضخم والمقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة.

M2: عرض النقود (الرصيد الحقيقي للنقود).

GDP: الناتج المحلي الإجمالي.

TCF: إجمالي التسهيلات الإئتمانية الممنوحة في الأردن.

IPI: الرقم القياسي للانتاج الصناعي.

4-2 وصف متغيرات النموذج ومصادر البيانات

تغطي هذه الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من عام 1990 إلى عام 2010، وتستخدم بيانات سنوية لكل متغير من متغيرات الدراسة، وتم الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة من نشرات البنك المركزي الأردني، والتقارير السنوية لبورصة عمان، وتم اختبار الكثير من المتغيرات التي من الممكن أن تأثر على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم الى أنه تم أختيار هذه المتغيرات التي كان لها تأثير على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم , واشتملت متغيرات الدراسة على:

1.الرقم القياسي لأسعار الأسهم (Stock Prices Index) (GI):

يعتبر من أهم المؤشرات الدالة على نشاط سوق الأوراق المالية،وتم استخدام الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية وذلك لرصد التطورات في مستوى أسعار الأسهم التي يشهدها سوق عمان للأوراق المالية ومعرفة الاتجاه العام لها، حيث يعكس هذا المؤشر معدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق. وهذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر ومن ثم يعتبر من المؤشرات الهامة التي يسترشد بها المستثمرون من أجل توقيت استثماراتهم. ويتوقع أن يتأثر إيجابيا مع عرض النقد.

2.عرض النقد (Money Supply) (M_2):

يعرف على أنه كمية النقود المتداولة في الاقتصاد مضافا إليها الودائع البنكية القابلة للسحب في أي لحظة (الودائع تحت الطلب)، وكذلك الودائع الإدخارية وحسابات التوفير. ويتم استخدام بيانات عرض النقد بالأسعار الثابتة. وتتوقع النظرية الاقتصادية أن يؤثر إيجابيا على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

3.سعر الفائدة على شهادات الأيداع (RCD):

شهادة الإيداع عبارة عن عقد مصرفي يبرم بناءً على رغبة العميل يتعهد بموجبه المصرف بدفع القيمة الاسمية للشهادة بتاريخ استحقاقها على أن يستفيد العميل من معدل فائدة يحدد وفق مدة الشهادة. ويتوقع أن تؤثر بشكل إيجابي على سوق عمان المالي.

4.معدل التضخم (Inflation Rate) (INF):

يمثل هذا المؤشر الارتفاع في المستوى العام للأسعار، ويمكن تعريف التضخم كما قدمه Emile Jams : بأنه حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض. وتم حسابه في هذه الدراسه بالتغير النسبي في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة(باعتبار سنة الأساس هي2006)، وذلك بتطبيق الصيغة التالية:[$INF=(p_t-p_{t-1})/(p_{t-1})] \times 100$]. ويتوقع أن يؤثر سلبيا على نشاط سوق عمان للأوراق المالية.

5.الرقم القياسي للأنتاج الصناعي (IPI):

يعبر هذا الرقم عن التغيرات التي تحدث في كميات الإنتاج الكلي بالنسبة للاقتصاد القومي أو بالنسبة لقطاع أو صناعة منفردة من القطاعات أو الصناعات التي يتكون منها الاقتصاد القومي، وذلك خلال فترة معينة قد تتحدد بسنة أو بعدة سنوات.وهو يقيس التغيرات المادية التي تحدث في كمية مخرجات الصناعات الاستخراجية كمخرجات المناجم والمحاجر والبترول والغاز وكذلك الصناعات التحويلية بكافة قطاعاتها. ويتوقع أن يؤثر إيجاباً على نشاط سوق عمان المالي.

6.إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة (TCF):

عباره عن الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفي على هيئة قروض وسلف مضافاً اليه كمبيالات واسناد مخصومة مضافا اليها حسابات جارية مدينة.

7.الناتج المحلي الإجمالي (GDP):

يمثل الناتج المحلي الإجمالي مجموع قيم جميع السلع والخدمات المعدة للاستخدام النهائي والمنتجة في اقتصاد ما خلال فترة زمنية معينة (سنة على سبيل المثال). والناتج المحلي الإجمالي يكون إما بسعر الأساس (سعر الكلفة) أو بسعر السوق الذي يحتسب بإضافة بند صافي الضرائب على المنتجات إلى الناتج المحلي الإجمالي بسعر الأساس. ويتم تقييم الناتج المحلي الإجمالي إما بالأسعار الجارية أو بالأسعار الثابتة، فإذا تم تقييم الناتج المحلي الإجمالي لسنة ما بمتوسط الأسعار السائدة في تلك السنة فهذا يعني أن الناتج المحلي الإجمالي يكون بالأسعار الجارية. أما إذا تم تقييم الناتج المحلي الإجمالي بالاستناد إلى متوسط الأسعار التي كانت سائدة في سنة الأساس فان الناتج المحلي الإجمالي يكون عندها مقاساً بالأسعار الثابتة.

3-4 نموذج الدراسة

سيتم تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على الرقم القياسي لأسعار الأسهم من خلال نموذج الانحدار الذاتي (VAR). حيث تعمل النماذج النظرية على الربط

بين المتغيرات الداخلية (endogenous) والخارجية (exogenous) وهي المتغيرات التوضيحية داخل النموذج، من المعلوم أن المتغيرات الاقتصادية تتأثر بالحالة الاقتصادية الكلية, وأن هنالك تأثير نسبي من خلال تفاعل جملة من المتغيرات المترابطة بين بعضها البعض. وعليه لا تصبح المتغيرات معطاة (as given) وهذا يوصلنا إلى أن جميع المتغيرات من الممكن أن تصبح متغيرات داخلية (endogenous). وبالتالي من الممكن التعبير عن هذه الحالة الاقتصادية بالصيغة القياسية المثلى من خلال نموذج VAR والذي يأخذ الشكل الأولي غير المقيد ذو أبعاد pxp على النحو التالي(Bendini 2000):

$$X_t = \delta_1 X_{t-1} + ... + \delta_\rho X_{t-k} + \mu_0 + \varepsilon_t$$

$$X_t^{/} = [GI_{1t} \;\; CD3_{2t} \;\; \pi_t \;\; IPI_t \;\; M_{3t}] \;...(1)$$

عندما Xt مصفوفة المتغيرات كما هي معرفة وإبعادها PXP و ε تشير إلى حد الخطأ. وتعدل هذه المعادلة الى الشكل المصحح التوازني التالي (Johansen 2000):

$$\Delta X_t = \delta_1 X_{t-1} + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + ... + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \mu_0 + \varepsilon_t \;...(2)$$

عندما ε خطأ أبيض موزع توزيع طبيعي ووسطه صفر وتباينه معلوم $[\varepsilon_t \approx Np(0,\Omega)]$ .....(3).

$$\begin{bmatrix} \Delta GI_t \\ \Delta CD3_t \\ \Delta \pi_t \\ \Delta IPI_t \\ \Delta M_{2t} \end{bmatrix} = \delta_1 \begin{bmatrix} GI_t \\ CD3_t \\ \pi_t \\ IPI_t \\ M_{2t} \end{bmatrix} + \Gamma_1 \begin{bmatrix} \Delta GI_{t-1} \\ \Delta CD3_{t-1} \\ \Delta \pi_{t-1} \\ \Delta IPI_{t-1} \\ \Delta M_{2t-1} \end{bmatrix} + ... + \Gamma_{k-1} \begin{bmatrix} \Delta GI_{t-1} \\ \Delta CD3_{t-1} \\ \Delta \pi_{t-1} \\ \Delta IPI_{t-1} \\ \Delta M_{2t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \\ \mu_3 \\ \mu_4 \\ \mu_5 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \varepsilon_4 \\ \varepsilon_5 \end{bmatrix}$$

GI: الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية.

RCD: معدل الفائدة على شهادات الإيداع استحقاق سنة.

INF (π): معدل التضخم والمقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة.

M2: عرض النقود (الرصيد الحقيقي للنقود).

IPI: الرقم القياسي للانتاج الصناعي.

ويعتبر نموذج (VAR) من النماذج القياسية المستخدمة كثيراً لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية. حيث يتم في هذا النموذج كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وبقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة. وكل مايلزم في هذا النموذج هو تحديد متغيرات الدراسة وتحديد عدد فترات التباطؤ الزمني فقط. وذلك من خلال تطبيق نموذج الانحدار الذاتي غير المقيد (VAR).

أولا: اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرارية متغيرات السلاسل الزمنية (The Unit Root Test).

قبل الشروع في تحليل البيانات الاقتصادية الزمنية لابد من اختبار السلسلة إذا كانت مستقرة أم لا. حيث إن الكثير من السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة في مستوياتها وهذا ما يجعل استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) غير مناسب في بعض الحالات، حيث يمكن الحصول على قيم مرتفعة (R2, t, F) لكنها تعطي معنى مضلل.

لذا يتطلب الأمر إجراء اختبار جذر الوحدة لفحص مدى استقرارية السلاسل الزمنية. وحتى تتحقق صفة الاستقرار أو السكون للسلسلة الزمنية (Yt)، لابد من تحقق الشروط التالية أولاً: ان تكون القيمة المتوقعة(الوسط) للسلسلة الزمنية (Yt) هي قيمة ثابتة عبر الزمن، ثانياً: ان يكون تباين السلسلة الزمنية (Yt) له قيمة ثابتة، ثالثاً: ان يكون التباين المشترك للسلسلة الزمنية بين فترة زمنية وأخرى لا يعتمد على فرق الزمن(Greene , 2003).

وفي حالة غياب صفة الاستقرارية (Stationarity)، فإن الانحدار الذي يتم الحصول عليه بين متغيرات السلاسل الزمنية يكون في الغالب زائفاً (Spurious) بالرغم من احتمالية الحصول على قيمة عالية لمعامل التحديد(R^2). ويرجع عدم

الاستقرارية إلى أن البيانات الزمنية غالباً ما توجد بها عامل الاتجاه (Trend)، والذي يعكس ظروف معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو في اتجاهات متعاكسة. ومن أكثر الاختبارات استخداماً لاختبار استقرارية المتغيرات اختبار ديكي – فولر(Dickey–Fuller). ولاختبار فيما إذا كانت السلسلة الزمنية (Yt) مستقرة أم لا؛ حيث تم افتراض النموذج التالي(Shewhartze ,2004) :

$$Yt = \rho Yt\text{-}1 + Ut \ldots\ldots.(4)$$

ومن ثم يتم إيجاد قيمة ديكي– فولر المحسوبة حسب العلاقة التالية $\tau = n(\hat{\rho}-1)$، حيث (n) عدد المشاهدات و$\hat{\rho}$ القيمة المقدرة من المعادلة اعلاه. وبعد ذلك يتم مقارنة هذه القيمة مع القيمة الجدولية. فإذا كانت (τ) المحسوبة (بالقيمة المطلقة) أكبر من الجدولية فإنه يتم رفض الفرضية الصفرية(عدم الاستقرارية)، وبذلك تعتبر السلسلة الزمنية مستقرة. هذا ومن الممكن الحكم ايضاً من خلال استخدام قيمة الاحتمالية فإذا كانت الاحتمالية اقل من 5% تكون السلسلة مستقرة والعكس تكون غير مستقرة. وقد تم تطوير اختبار ديكي _ فولر ليأخذ أكثر من فترة تباطؤ بالإضافة إلى عامل الاتجاه (trend) ليصبح الاختبار (Augmented Dickey–Fuller) (Gujarati ,1995).

ثانيا: اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the Lag-Length):

لإيجاد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني يتم عادة الاعتماد على بعض المعايير المستخدمة عالمياً والتي من أهمها(Shewhart ,2004) طريقة أكايك (AIC) (Akaike Information Criterion)، وتعتمد هذه الطريقة بشكل أساسي على اختبار ما يسمى بـ (Likelihood Ratio Test)، حيث يتم اختيار عدد فترات التباطؤ المناسبة التي تعطي أقل قيمة لـ (AIC). أما الطريقة الثانية شوارتز (Schwartz's Information Criterion)(SIC) وهو اختبار آخر شائع الاستعمال لاختيار عدد فترات التباطؤ الزمني، ويعتمد أيضا على قيمة (Likelihood Ratio Test) وكما في الاختبار السابق يتم اختيار العدد الأمثل لعدد فترات التباطؤ الزمني التي تعطي أقل قيمة لـ (SIC).

ثالثاً :اختبار السببية (The Causality Test):

تُعرف السببية في حالة وجود متغيرين X و Y على أنها : المتغير X يسبب المتغير Y إذا كان التباطؤ الزمني للمتغير X يملك طاقة تنبؤية إضافية على المتغير Y عند إضافة التباطؤ الزمني للمتغير X إلى التباطؤ الزمني لقيم Y نفسه. ولتحديد اتجاه السببية، يتم عادة استخدام اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality test). ومن النموذج التالي $Y_t = [GI \cdots M2]'$، ولمعرفة فيما إذا كان M2 يسبب GI يتم تقدير المعادلة التالية(Gujarati ،1995):

$$(5)\ldots\ldots\ GI_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha GI_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \beta M2_{t-1} + u_t$$

$$(6)\ldots\ldots\ M2_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha M2_{t-1} + \sum_{t-i}^{p} \beta GI_{t-1} + u_t$$

وتكون الفرضية الصفرية (H0: β1 =β2 =β3…. =βP =0) بينما تكون الفرضية البديلة (H1: β1 ≠0, β2 ≠0… βP ≠ 0) فإذا لم ترفض الفرضية الصفرية فإن (M2) لا يسبب (GI) ولاختبار هذه الفرضية الصفرية من الممكن استخدام اختبار (F) والذي يحسب كالتالي:

$$F = \frac{(RSS_R - RSS_{UR})/q}{RSS_{UR}/(n-m)} \sim\sim F_{q,(n-m)} \ldots\ldots(7)$$

حيث (RSS) مجموع مربعات الانحرافات غير المفسرة، (q) عدد المعلمات في الانحدار المقيد، (m) عدد المعلمات في الانحدار غير المقيد، (n)عدد المشاهدات، (UR) الانحدار غير المقيد(Unrestricted Regression)، (R) الانحدار المقيد (Restricted Regression) الذي يفترض كل من(β1, β2, β3,…., βP) تساوي صفر، ولذلك يصبح النموذج كالتالي في ظل النموذج المقيد :

$$GI_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha_i GI_{t-1} + u_t \ldots\ldots(8)$$

فإذا قبلت الفرضية الصفرية فإن هذا يعني أن M2 لا يسبب GI، أما إذا تم رفضها فيكون M2 يسبب GI.

رابعاً : تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى في نموذج VAR، يتم عادة تحليل مكونات التباين لكل متغير من متغيرات النموذج. وتبرز أهمية تحليل مكونات التباين في أنه يعطي الأهمية النسبية لأثر أي تغير مفاجئ (Shock) في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج. ولتلافي مشكلة وجود التأثير المتزامن للأخطاء (Contemporaneous) في المتغيرات المختلفة في النموذج، يتم اللجوء إلى توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) والذي يتأثر بشكل كبير بترتيب المتغيرات في النموذج المراد اختباره. ولتلافي هذه المشكلة، سيتم التأكد من مصداقية نتائج هذه الدراسة عن طريق تغيير ترتيب المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة (Wei , 1990).

خامساً: دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function):

تعمل هذه الدالة على تتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات المفاجئة (Shocks) التي تتعرض لها المتغيرات المختلفة المتضمنة في نموذج VAR. وتعكس كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي هزة أو صدمة مفاجئة في أي متغير في النموذج مع مرور الزمن. ومما يجدر ذكره بأن كل من تحليل مكونات التباين ودالة الاستجابة لردة الفعل لهما أهمية كبيرة في عمليات التنبؤ(Gujarati , 1995).

4-4 التحليل القياسي

4-1-1 النموذج الأول :

الفرضية الأولى : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في الرقم القياسي للإنتاج الصناعي و أسعار الفائدة على شهادات الايداع لمدة سنه والتضخم وعرض النقود وبين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية.

أولا: اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرارية متغيرات السلاسل الزمنية (The Unit Root Test).

تظهر نتائج اختبار ديكي –فولر الموسع حسب الجدول رقم (4) أن المتغيرات استقرت على مستويات متعددة، حيث إستقر متغير الرقم القياسي (GI) عند الفرق الأول، فيما استقر متغير التضخم (INF) على مستواه الأصلي حيث كانت القيم المحسوبة أعلى من القيمة الجدولية، كما أن متغيرات الرقم القياسي للانتاج الصناعي (IPI) وعرض النقد (M2) وسعر الفائدة على شهادات الايداع (RCD) لم تستقر على مستواها الأصلي حيث استقرت على الفرق الأول, باستثناء متغير عرض النقد الذي استقر على الفرق الثاني.

الجدول رقم (4)

نتائج اختبار ديكي -فولرالموسع

	Level			First Level			Second Level		
variable	ADF	Critical	Result	ADF	Critical	Result	ADF	Critical	Result
GI	-0.957	0.7477	Not Stationary	-4.39	0.0031	Stationary			
INF	-5.156	0.0006	Stationary						
IPI	-0.978	0.7977	Not Stationary	-4.278	0.0039	Stationary			
M2	3.11	1.00	Not Stationary	0.28	0.968	Not Stationary	-5.1	0.0021	Stationary
RCD	-0.64	0.83	Not Stationary	-3.36	0.028	Stationary			

ملاحظة: البيانات مقبولة على مستوى 5%

ثانيا: اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the Lag-Length):

أظهر نتائج اختبارات SC & AIC حسب الجدول رقم (5) أن العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني هو فترتين زمنيتين، حيث كانت أقل قيمة للمعيارين عند فترة التباطؤ الثانية.

الجدول رقم (5)

اختبار فترات التباطؤ

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-402.0204	NA	2.79e+12	42.84426	43.09279	42.88632
1	-293.6810	148.2540*	4.82e+08	34.07168	35.56290	34.32406
2	-250.7750	36.13136	1.49e+08*	32.18684*	34.92074*	32.64953*

ثالثاً:اختبار السببية (The Causality Test)

أظهر اختبار السببية حسب الجدول رقم (6) عدم وجود علاقات تبادلية ذات اتجاهين ما بين المتغيرات حيث كانت جميع العلاقات في اتجاه واحد، حيث ان العلاقة السببية تتجهه من الرقم القياسي لاسعار الاسهم باتجاه التضخم والرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي على مستوى معنوية 10% و5% على التوالي.

بينما كانت العلاقة السببية تتجه من عرض النقد باتجاه الرقم القياسي لأسعار الأسهم على مستوى معنوية 10%، وكانت العلاقة السببية بين سعر الفائدة على شهادات الايداع تتجه من سعر الفائدة على شهادات الايداع باتجاه الرقم القياسي لأسعار الأسهم على مستوى معنوية يقل عن 1%.

الجدول رقم (6)

اختبار السببية

المتغيرات	اتجاه السببية	قيمة F	قيمة الاحتمالية	القرار
INF،GI	INF لا يسبب GI	0.25353	0.62107	لا يوجد
	GI لا يسبب INF	3.28376	0.08767	وجود سببية***
IPI،GI	IPIلا يسبب GI	0.12163	0.73155	لايوجد
	GI لايسبب IPI	7.24949	0.01541	وجود سببية**
M2،GI	M2 لا يسببGI	0.303486	0.09955	وجود سببية***
	GI لا يسبب M2	0.00140	0.97057	لايوجد
RCD،GI	RCD لا يسببGI	9.87024	0.00595	وجود سببية*
	GI لا يسبب RCD	1.29525	0.27087	لايوجد

المصدر: من إعداد الباحث

* على مستوى 1%

** على مستوى 5%

*** على مستوى 10%

رابعاً: تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

أظهرت نتائج اختبار تحليل مكونات التباين الواردة في الجدول رقم (7) أن متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم يفسر 100% من أخطاء التباين تعزى إلى المتغير نفسه خلال الفترة الأولى، بينما 71% من أخطاء التباين في الفترة الثانية تعزى إلى المتغير نفسه، كما أن معدل التضخم يفسر حوالي 10% من أخطاء التباين لمتغير

الرقم القياسي لأسعار الأسهم، فيما يفسر عرض النقد حوالي5.078% من أخطاء التباين، بينما يفسر متغير سعر الفائدة على شهادات الايداع ما نسبته 12% تقريباً من أخطاء التباين.

في الفترة الثالثة تزايدت القدرة التفسيرية لكل من متغيري التضخم والرقم القياسي الانتاج الصناعي لتصبح 20.7% و8.47% على التوالي، بينما تراجعت القدرة التفسيرية لمتغيرات عرض النقد لتصبح 5.068% والأمر ذاته ينطبق على متغير سعر الفائدة على شهادات الايداع. كما تراجعت القدرة التفسيرية لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم لتصبح 56%.

في الفترة العاشرة فإن 35% من أخطاء التباين تعزى للمتغير نفسه فيما فسر متغير التضخم 37% تقريباً من اخطاء تباين متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم، كما تزايدت القدرة التفسيرية لمتغير الرقم القياسي للانتاج الصناعي لتصل إلى 15.7%، بينما تراجعت القدرة التفسيرية لمتغيري عرض النقد وسعر الفائدة على شهادات الايداع لتصبح 3.4% و8.2% على التوالي.

وبناء على نتائج التحليل فإن معدل التضخم هو المتغير الأكثر تأثيراً على المتغير التابع ثم متغير الرقم القياسي للانتاج الصناعي ثم وسعر الفائدة على شهادات الايداع ثم عرض النقد.

الجدول رقم (7)

اختبار مكونات التباين

RCD	M2	IPI	INF	GI	S.E.	الفترة
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000	1160.259	1
12.07957	5.079544	2.022831	9.813794	71.00426	1406.326	2
9.796483	5.068111	8.467296	20.65962	56.00849	1597.375	3
10.22762	4.713352	6.872058	23.60437	54.58260	1776.537	4
12.78726	5.458402	12.05150	19.14940	50.55343	1972.391	5
12.18499	5.403398	14.80226	17.03572	50.57364	2115.101	6
10.62473	4.691718	18.28014	20.01808	46.38533	2299.582	7
9.610715	4.257717	18.06365	25.46260	42.60532	2420.306	8
8.791957	3.826764	17.14007	31.99428	38.24694	2555.220	9
8.207882	3.437121	15.72026	37.36367	35.27107	2701.027	10

المصدر: من إعداد الباحث

خامساً: مصداقية النتائج

يتم اللجوء إلى أسلوب إعاد ترتيب المتغيرات للتأكد من مصداقية النتائج ودعمها، وهذه الطريقة يعتمد عليها توزيع تشولاسكي(Cholaski Decomposition) وقد تم إعادة ترتيب المتغيرات وفقاً للترتيب التالي (GI,INF,IPI,RCD,M2)، وتم الحصول على النتائج المبينة في الجدول رقم (8). حيث إتضح أن النتائج لم تختلف كثيرا مقارنة مع نتائج الجداول السابقة.

الجدول رقم (8)

تحليل مكونات التباين وفقاً للترتيب الجديد

الفترة	S.E.	GI	INF	IPI	RCD	M2
1	1160.259	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1406.326	71.00426	9.813794	2.022831	14.72871	2.430402
3	1597.375	56.00849	20.65962	8.467296	11.66112	3.203479
4	1776.537	54.58260	23.60437	6.872058	9.478919	5.462055
5	1972.391	50.55343	19.14940	12.05150	7.717160	10.52851
6	2115.101	50.57364	17.03572	14.80226	6.716307	10.87208
7	2299.582	46.38533	20.01808	18.28014	5.683321	9.633124
8	2420.306	42.60532	25.46260	18.06365	5.132320	8.736112
9	2555.220	38.24694	31.99428	17.14007	4.632909	7.985812
10	2701.027	35.27107	37.36367	15.72026	4.326652	7.318351

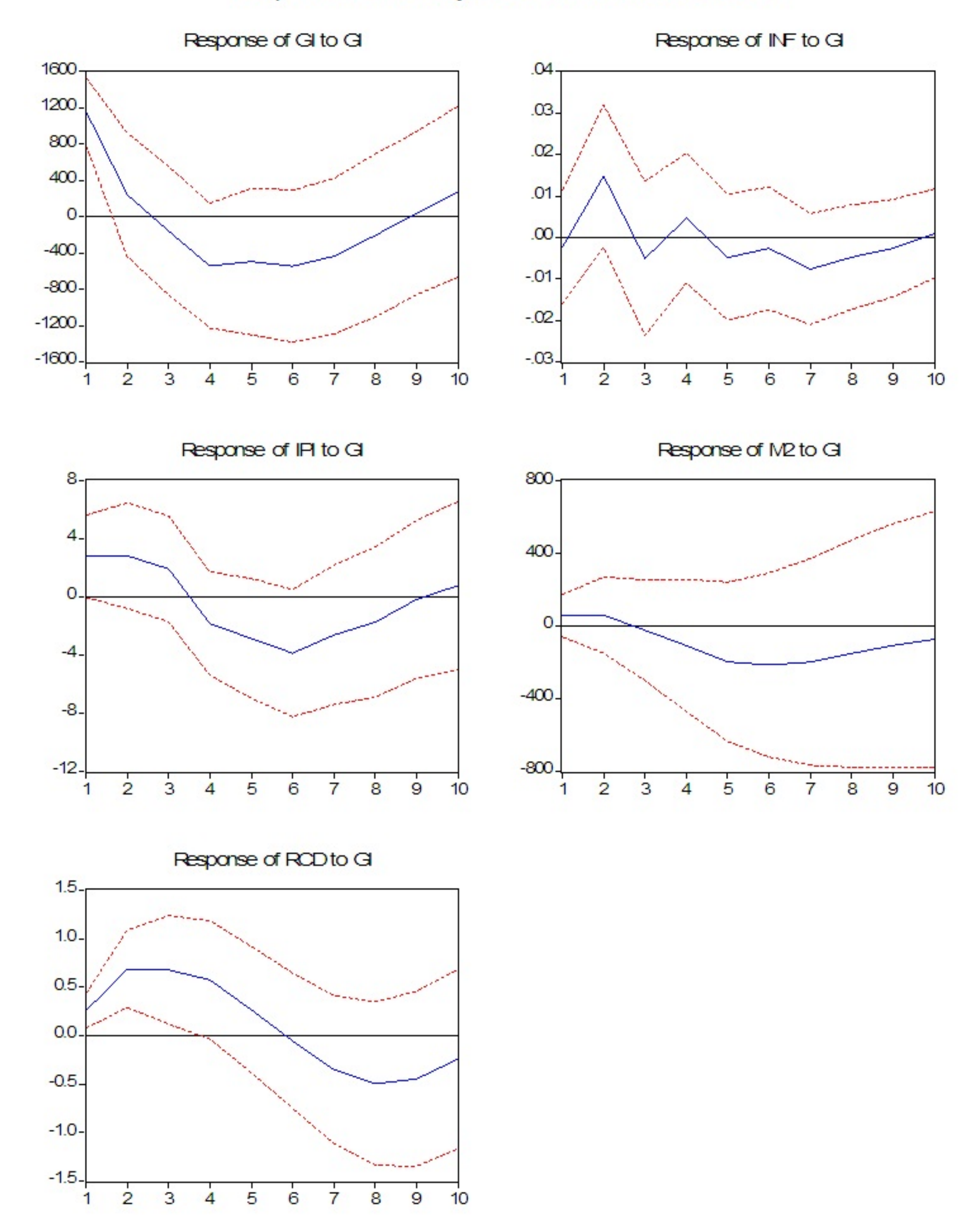
المصدر: من إعداد الباحث

سادساً: دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function):

كما ذكر في السابق هذا الاختبار يتتبع مسار الزمني للتغيرات المفاجئة التي يمكن ان يتعرض لها مختلف متغيرات النموذج وكيفة استجابة المتغيرات الاخرى لاي تغير مفاجئ في أي من متغيرات الدراسة.

ومن الشكل رقم (1) الذي يظهر مدى استجابة الرقم القياسي لأسعار الأسهم جراء حدوث صدمة في المتغيرات التابعة فقد أظهرت النتائج أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يتأثر لمدة أربع فترات جراء حدوث صدمة في متغير سعر الفائدة على شهادات الايداع.

وبالنسبة لبقية المتغيرات فقد أظهر الاختبار عدم وجود علاقة ذات دلاله احصائية بينها وبين متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية.



الشكل رقم (1)

دالة الاستجابة لرد الفعل للنموذج الأول

4-1-2 النموذج الثاني

نتائج تحليل أثر الأزمة المالية العالميه على أداء البورصة :

الفرضية الثانية : يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الاجمالي و إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة و معدل التضخم و عرض النقود وبين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية خلال فترة الأزمة المالية العالمية.

تم أضافة متغيرات جديدة الى التحليل بناء على ما تم اخذه في الدراسات السابقة وهما: الناتج المحلي الأجمالي (GDP) واجمالي التسهيلات الممنوحة (TCF)، وفي ما يلي أظهار نتائج التحليل القياسي :

أولا: اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرارية متغيرات السلاسل الزمنية (The Unit Root Test).

تظهر نتائج اختبار ديكي –فولر الموسع حسب الجدول رقم (9) أن المتغيرات استقرت على مستويات متعددة، حيث إستقر متغير الرقم القياسي (GI) على مستواه الأصلي، فيما استقر متغير التضخم (INF) عند الفرق الأول حيث كانت القيم المحسوبة أعلى من القيمة الجدولية، كما أن متغيرات الناتج المحلي الأجمالي (GDP) وعرض النقد (M2) وإجمالي التسهيلات الممنوحة (TCF) لم تستقر على مستواها الأصلي حيث استقرت على الفرق الأول .

الجدول رقم (9)

نتائج اختبار ديكي -فولارالموسع

	Level			First Level		
variable	ADF	Critical	Result	ADF	Critical	Result
GI	-2.908	0.057	Stationary			
INF	-0.741	0.8187	Not Stationary	-4.008	0.0050	Stationary
GDP	-0.223	0.923	Not Stationary	-13.03	0.0000	Stationary
M2	0.233	0.970	Not Stationary	-5.123	0.0003	Stationary
TCF	-1.280	0.623	Not Stationary	-4.042	0.0044	Stationary

ملاحظة: البيانات مقبولة على مستوى 10%

ثانيا: اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the Lag-Length):

أظهر نتائج اختبارات SC & AIC حسب الجدول رقم (10) أن العدد الأمثل فترات التباطؤ الزمني هو ثلاثة فترات زمنية حسب إختبار AIC بينما أظهر إختبار SC أن العدد الأمثل لفترات التباطؤ هو فترتي تباطؤ زمني.

الجدول رقم (10)

اختبار فترات التباطؤ

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-888.3707	NA	4.82e+23	68.72083	68.96277	68.79050
1	-773.2736	177.0724	4.91e+20	61.79028	63.24193	62.20830
2	-714.2017	68.15994*	4.55e+19*	59.16936	61.83072*	59.93574
3	-681.9769	24.78832	5.46e+19	58.61361*	62.48467	59.72833*

المصدر: من إعداد الباحث

وبما أن ثلاث فترات تباطؤ زمني تعتبر فترات كثيرة بالنسبة لبيانات سنوية فقد تم إجراء إختبار الاستثناء على فترات التباطؤ كما في الجدول رقم (11) حيث أظهرت نتائج الاختبار أنه يمكن استخدام فترة تباطؤ زمني واحدة.

الجدول رقم (11)

اختبار الاستثناء على فترات التباطؤ

Chi-squared test statistics for lag exclusion:

Numbers in [ ] are p-values

	GI	GDP	INF	M2	TCF	Joint
Lag 1	20.76451	9.943396	25.53844	10.02662	14.14389	86.85567
	[0.000897]	[0.076855]	[0.000110]	[0.074484]	[0.014721]	[9.26e-09]
Lag 2	3.822907	32.81424	3.056663	7.384786	1.198699	191.4319
	[0.575184]	[4.10e-06]	[0.691250]	[0.193560]	[0.945002]	[0.000000]
Lag 3	6.978163	4.005302	2.691682	4.730261	4.428822	42.45821
	[0.222269]	[0.548653]	[0.747390]	[0.449678]	[0.489463]	[0.016038]
df	5	5	5	5	5	25

ثالثاً:اختبار السببية (The Causality Test)

أظهر اختبار السببية حسب الجدول رقم (12) وجود علاقة تبادلية ذات اتجاهين ما بين المتغيرات التضخم (INF) و الرقم القياسي لأسعار الأسهم (GI) فقط حيث ان العلاقة السببية تتجهه بالاتجاهين بين الرقم القياسي لاسعار الاسهم والتضخم على مستوى معنوية 10%. بينما كانت جميع العلاقات في اتجاه واحد لباقي المتغيرات، حيث ان العلاقة بين الناتج المحلي الاجمالي احادية الاتجاه من (GI) الى (GDP) وكذلك الأمر لباقي المتغيرات.

الجدول رقم (12)

اختبار السببية

المتغيرات	اتجاه السببية	قيمة F	قيمة الاحتمالية	القرار
GDP،GI	GDP لا يسبب GI	3.00840	0.06999	وجود سببية
	GI لا يسبب GDP	0.91446	0.41543	لايوجد
INF،GI	INFلا يسبب GI	2.87904	0.07658	وجود سببية
	GI لايسبب INF	3.31734	0.05422	وجود سببية
M2،GI	M2 لا يسببGI	3.25304	0.05700	وجود سببية
	GI لا يسبب M2	0.66186	0.52544	لايوجد
TCF،GI	TCF لا يسبب GI	2.66204	0.09122	وجود سببية
	GI لا يسبب TCF	1.89571	0.17295	لايوجد

المصدر: من أعداد الباحث

ملاحظه : النتائج مقبولة على مستوى معنوية 10%

رابعاً: تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

أظهرت نتائج اختبار تحليل مكونات التباين الواردة في الجدول رقم (13) أن متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم يفسر 100% من أخطاء التباين تعزى إلى المتغير نفسه خلال الفترة الأولى، بينما 86% تقريباً من أخطاء التباين في الفترة الثانية تعزى إلى المتغير نفسه، كما أن معدل التضخم يفسر حوالي 5.9% من أخطاء التباين لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم، فيما يفسر الناتج المحلي

الاجمالي حوالي2.3% من أخطاء التباين، بينما يفسر متغير عرض النقد أقل من 1% تقريباً من أخطاء التباين، بينما يفسر متغير إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة ما نسبته 6% من أخطاء التباين.

وبشكل عام فإن القدرة التفسيرية لجميع المتغيرات استمر تزايدها مع الزمن باستثناء متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم حتى الفترة العاشرة، حيث فسر الرقم القياسي لأسعار الأسهم ما نسبته 38.5% من أخطاء التباين التي تعزى للمتغير نفسه فيما فسر متغير التضخم 15% تقريباً من اخطاء تباين متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم، كما تزايدت القدرة التفسيرية لمتغير الناتج المحلي الاجمالي لتصل إلى 33.9%، كما بلغت القدرة التفسيرية لمتغيري عرض النقد وإجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة لتصبح 6.7% و6% على التوالي.

وبناء على نتائج التحليل فإن الناتج المحلي الاجمالي هو المتغير الأكثر تأثيراً على المتغير التابع ثم معدل التضخم يليه عرض النقد ثم متغير إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة.

الجدول رقم (13)

اختبار مكونات التباين

الفترة	S.E.	GI	INF	GDP	M2	TCF
1	0.03	100	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.06	85.50	5.86	2.34	0.29	5.98
3	0.09	82.21	4.46	5.35	1.57	6.38
4	0.11	72.66	9.36	9.73	2.90	5.32
5	0.13	62.61	12.43	15.03	4.39	5.52
6	0.15	53.82	14.29	20.40	5.66	5.8
7	0.17	47.15	15.12	25.24	6.43	6.04
8	0.18	42.68	15.23	29.17	6.76	6.13
9	0.19	39.94	15.13	32.02	6.80	6.08
10	0.20	38.45	14.98	33.86	6.69	5.99

خامساً: مصداقية النتائج يتم اللجوء إلى أسلوب إعاد ترتيب المتغيرات للتأكد من مصداقية النتائج ودعمها، وهذه الطريقة يعتمد عليها توزيع تشولاسكي(Cholaski

(Decomposition) وقد تم إعادة ترتيب المتغيرات وفقاً للترتيب التالي (GI,INF,GDP,TCF,M2)، وتم الحصول على النتائج المبينة في الجدول رقم (14). حيث إتضح أن النتائج لم تختلف كثيرا مقارنة مع نتائج الجداول السابقة.

الجدول رقم (14)

تحليل مكونات التباين وفقاً للترتيب الجديد

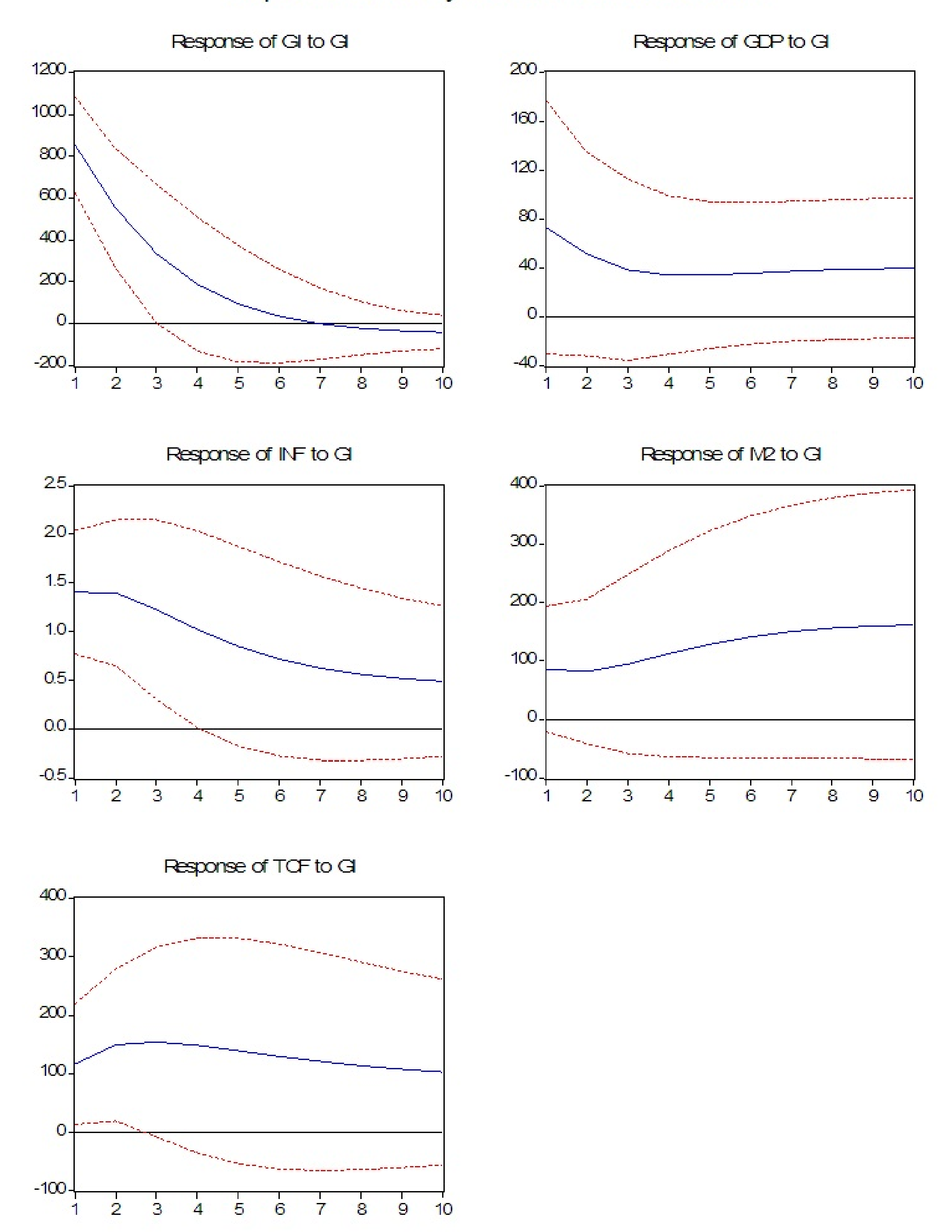
الفترة	S.E.	GI	INF	GDP	TCF	M2
1	0.03	100	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.06	85.50	5.86	2.34	14.73	2.43
3	0.09	82.21	4.46	5.35	11.66	3.20
4	0.11	72.66	9.36	9.73	9.48	5.46
5	0.13	62.61	12.43	15.03	7.720	10.53
6	0.15	53.82	14.29	20.40	6.72	10.87
7	0.17	47.15	15.12	25.24	5.68	9.63
8	0.18	42.68	15.23	29.17	5.13	8.72
9	0.19	39.94	15.13	32.02	6.80	6.08
10	0.20	38.45	14.98	33.86	6.69	5.99

سادساً: دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function):

كما ذكر في السابق هذا الاختبار يتتبع المسار الزمني للتغيرات المفاجئة التي يمكن ان يتعرض لها مختلف متغيرات النموذج وكيفة استجابة المتغيرات الاخرى لاي تغير مفاجئ في أي من متغيرات الدراسة.

ومن الشكل رقم (2) الذي يظهر مدى استجابة الرقم القياسي لأسعار الأسهم جراء حدوث صدمة في المتغيرات التابعة فقد أظهرت النتائج أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يتأثر لمدة أربع فترات جراء حدوث صدمة في متغير التضخم كذلك استجابته لمدة ثلاث فترات جراء حدوث صدمة في متغير إجمالي التسهيلات الممنوحه.

وبالنسبة لبقية المتغيرات فقد أظهر الاختبار عدم وجود علاقة ذات دلاله احصائية بينها وبين متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية



الشكل رقم (2)

دالة الاستجابة لرد الفعل

3-1-4 النموذج الثالث

الفرضية الثالثة : يوجد علاقة تكامل وذات دلالة إحصائية بين حجم التداول للأسهم في سوق عمان المالي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي وحجم التداول للأسهم لبعض الدول المتقدمة ممثله في أمريكا واليابان كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.

أولاً : اختبار التكامل المشترك(Co integration Test):

في هذا النموذج سوف يتم استخدام منهجية التكامل المشترك لبيان هل توجد علاقة تكاملية على المدى البعيد ما بين حجم التداول كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في الأردن وكل من حجم التداول كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في دول متقدمة ممثلة بالأسواق المالية الأمريكية واليابانية.

ثانياً : نموذج اختبار التكامل المشترك:

إذا كانت البيانات غير مستقرة في المستوى ومتكاملة من الدرجة الأولى، فانه يمكن أن يكون بينهما تكامل مشترك وعلاقة مستقرة في الأجل الطويل. وبشكل عام، إذا وجد أن هناك تكامل مشترك بين المتغيرات، فانه يمكننا التنبؤ بوجود علاقة مستقرة في الأجل الطويل. ويعتمد اختبار التكامل المشترك على الفرضيه الصفريه القائله بوجود (t) أو اقل من متجهات التكامل المشترك، ولتحديد أي من هذه المتجهات يمثل علاقة تكامل مشترك ذات دلالة إحصائية، فانه سيتم استخدام الاختبارات التالية:

1) Trace Test:

$$\rho_{trace} = -T \sum_{i=r+1}^{k} \ln(1-\lambda_i) ....(9)$$

2) Maximal Eigenvalue Test:

$$\rho_{\max} = -T \ln(1-\lambda_{r+1}) ....(10)$$

حيث T عدد المشاهدات، k عدد المتغيرات و λ قيم أيجن العظمى المحسوبة.

اولاً : اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرارية متغيرات السلاسل الزمنية (The Unit Root Test).

تظهر نتائج اختبار ديكي –فولر الموسع حسب الجدول رقم (15) أن المتغيرات استقرت على مستويات متعددة، حيث إستقر متغير دولة اليابان (JAP)

على مستوى الفرق الثاني، فيما استقرت متغيرات الدولة الاردن (JOR) ومتغير الدولة الولايات المتحدة الامريكيه (USA) عند الفرق الأول حيث كانت القيم المحسوبة أعلى من القيمة الجدولية كما يظهر في الجدول رقم (16).

الجدول رقم (15)

نتائج اختبار ديكي -فولرالموسع

	Level			First Level			Second Level		
variable	ADF	Critical	Result	ADF	Critical	Result	ADF	Critical	Result
jap	1.018	0.994	Not Stationary	-2.12	0.2386	Not Stationary	-4.705	0.0025	Stationary
jor	-1.85	0.3442	Not Stationary	-4.75	0.0015	Stationary			

وبما أن متغير دولة اليابان لم يستقر على نفس المستوى فهذا يعني عدم وجود تكامل مشترك بين أداء بورصة الدول المتقدمة المتمثلة في السوق المالي الياباني وبين اداء بورصة عمان وبناء على ذلك لا يمكن تقدير نموذج التكامل المشترك لعدم توفر الشرط الضروري لتقدير هذا النموذج وهو ان تكون جميع المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة.

الجدول رقم (16)

نتائج اختبار ديكي -فولرالموسع

	Level			First Level		
variable	ADF	Critical	Result	ADF	Critical	Result
jor	-1.85	0.3442	Not Stationary	-4.75	0.0015	Stationary
usa	-1.64	0.4436	Not Stationary	-3.44	0.0249	Stationary

أظهر إختبار جذر الوحدة حسب الجدول رقم (16) أن المتغيرات مستقرة على الفرق الأول على مستوى معنوية 5% وبالتالي يمكن استخدام اختبار التكامل المشترك لفحص هل يوجد علاقة تكاملية على المدى البعيد بين متغيري النموذج.

الجدول رقم (17)

نتائج اختبار التكامل المشترك(Co integration Test)

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.195656	7.025482	15.49471	0.5747
At most 1	0.141041	2.888638	3.841466	0.0892

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.195656	4.136844	14.26460	0.8446
At most 1	0.141041	2.888638	3.841466	0.0892

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

تظهر نتائج اختبار التكامل المشترك حسب الجدول (17) عدم وجود علاقة ما بين اداء بورصة عمان مع اداء بورصة الولايات المتحدة الامريكية في الامد الطويل وذلك على مستوى 5%.

1-5 مناقشة النتائج والتوصيات

في هذه الدراسة تم تحديد المتغيرات من خلال ثلاثة نماذج.

النموذج الاول يقيس اثر المتغيرات الاقتصادية على أداء البورصة والمتمثلة في الرقم القياسي لأسعار الاسهم مرجحاً بالقيمة السوقية, و معدل التضخم, وسعر الفائدة على شهادات الأيداع, وعرض النقود, و الرقم القياسي للأنتاج الصناعي.

اما النموذج الثاني يقيس أثر الازمة المالية العالمية على أداء البورصة ممثل بالرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية, من خلال المتغيرات

التالية, والناتج المحلي الأجمالي, ومعدل التضخم , وعرض النقود, وأجمالي التسهيلات الممنوحة , للفترة من (2004 -2012). من خلال تقسيم الفترة الى ربع سنوية .

اما النموذج الثالث لقياس هل يوجد علاقة تكاملية بين أداء بورصة عمان والأسوق المالية العالمية المتقدمة ممثلة في بورصة أمريكا واليابان. والمتغيرات المستخدمة هي حجم التداول لسوق عمان المالي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي, وحجم التداول لكل من بورصة أمريكا, واليابان كنسبة من الناتج المحلي الأجمالي.

2-5 النتائج:

فيما يلي أهم النتائج التي توصلت لها الدراسة :

أولاً : اظهرت النتائج كما هو متوقع أن جميع متغيرات الدراسة غير مستقره عند مستوياتها, باستثناء متغير التضخم والذي تبين في نتائج أختبار جذر الوحدة بأنه مستقر عند مستواه الأصلي. بينما استقر كل من الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي وسعر الفائدة على شهادات الايداع عند الفرق الاول, في حين استقر عرض النقد عند الفرق الثاني, ولذلك تم استخدام نموذج (VAR). كذلك أظهرت نتائج أختبار جذر الوحدة أن جميع المتغيرات الأقتصادية أثناء الأزمة المالية العالمية غير مستقرة عند مستوياتها. باستثناء الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم. كما وأظهرت النتائج أن بقية المتغيرات بما فيها إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة مستقرة عند الفرق الأول.

ثانياً : فيما يتعلق بالسببية فقد اظهرت نتائج إختبار جوهانسن وإختبار التكامل المشترك عدم وجود علاقات تبادلية ذات اتجاهين ما بين المتغيرات. حيث كانت جميع العلاقات في اتجاه واحد، حيث ان العلاقة السببية تتجهه من الرقم القياسي لاسعار الاسهم باتجاه التضخم والرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي, بينما تسير العلاقة بين سعر الفائدة على شهادات الايداع وكذلك عرض النقد باتجاه الرقم القياسي لأسعار الأسهم. كذلك تبين وجود علاقة

سببية تبادلية بين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم ومعدل التضخم أثناء الأزمة المالية العالمية, كما أظهرت النتائج وجود علاقة في اتجاه واحد تتجهه من الرقم القياسي لأسعار الأسهم الى كل من الناتج المحلي الاجمالي و عرض النقود و إجمالي التسهيلات الممنوحة.

ثالثاً : أظهرت نتائج اختبار تحليل مكونات التباين أن متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم يفسر 100% من أخطاء التباين تعزى إلى المتغير نفسه خلال الفترة الأولى، بينما 71% من أخطاء التباين في الفترة الثانية تعزى إلى المتغير نفسه، كما أن معدل التضخم يفسر حوالي 10% من أخطاء التباين لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم، فيما يفسر عرض النقد حوالي 5.078% من أخطاء التباين، بينما يفسر متغير سعر الفائدة على شهادات الايداع ما نسبته 12% تقريباً من أخطاء التباين.

كما وأظهرت نتائج الأختبار أن تأثير المتغيرات الآنفة الذكر سيستمر لنحو عشر سنوات قادمة, وتبين آنفاً أن تأثير معدل التضخم على الرقم القياسي لأسعار الأسهم هو في المرتبة الأولى وجاء الرقم القياسي للأنتاج الصناعي في المرتبة الثانية, بينما سعر الفائدة على شهادات الإيداع وعرض النقد في المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي. كذلك أظهرت نتائج اختبار تحليل مكونات التباين أن متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم يفسر 100% من أخطاء التباين تعزى إلى المتغير نفسه خلال الفترة الأولى، بينما 86% تقريباً من أخطاء التباين في الفترة الثانية تعزى إلى المتغير نفسه، كما أن معدل التضخم يفسر حوالي 5.9% من أخطاء التباين لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم، فيما يفسر الناتج المحلي الاجمالي حوالي2.3% من أخطاء التباين، بينما يفسر متغير عرض النقد أقل من 1% تقريباً من أخطاء التباين، بينما يفسر متغير إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة ما نسبته 6% من أخطاء التباين. ويستمر هذا التاثير لنحو عشر سنوات قادمة, كما اظهرت النتائج إن تأثير الناتج المحلي الإجمالي على الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم هو في

المرتبة الأولى وجاء معدل التضخم في المرتبة الثانية بينما عرض النقد و إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة في المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي.

رابعاً: أظهرت نتائج أختبار دالة الأستجابة لرد الفعل أن حدوث أي صدمة مفاجئة على الناتج المحلي الاجمالي لن يؤثر على متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم والتي تطابق نتائج اختبار السببية التي كان إتجاهها من الرقم القياسي لأسعار الأسهم إلى الناتج المحلي الاجمالي، وكذلك الأمر بالنسبة لبقية المتغيرات باستثناء سعر الفائدة على شهادات الايداع، بمعنى أن حدوث أي صدمة في سعر الفائدة على شهادات الايداع يستمر تأثيرها لمدة ثلاث سنوات على الرقم القياسي لأسعار الأسهم.

خامساً: اظهرت النتائج الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية أثناء فترة الأزمة المالية العالمية بين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية وبين كل الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد, وكما اظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية ومعدل التضخم كذلك الأمر بالنسبة لاجمالي التسيهلات الائتمانية الممنوحة.

سادساً: اظهرت النتائج عدم قبول الفرضية الثالثة والتي تنص على وجود علاقة تكامل وذات دلالة إحصائية بين حجم التداول للأسهم في الأردن وحجم التداول للأسهم لبعض الدول المتقدمة ممثله في أمريكا واليابان نظرا لعدم توفر شرط التكامل وهو الاستقرار من نفس الدرجة.

على الرغم من ان نتائج اختبار التكامل المشترك اظهرت عدم تأثر سوق عمان المالي بالاسواق العالمية ممثلة بالسوق الامريكي والياباني, الا ان هناك تأثيرات غير مباشرة تعود لعوامل نفسية لدى المستثمريين في السوق المالي الاردني, كذلك تأثير بعض الاسواق الاقليمية المرتبطة بشكل اكبر بالاسواق العالمية مما انعكس على سوق عمان المالي, كذلك أسهم ضعف قنوات التأثير بين سوق عمان المالي والاسواق العالمية في عدم انتقال الازمة المالية العالمية بشكل مباشر للسوق المحلي.

5-3 التوصيات:

على ضوء النتائج التي تم الحصول عليها فإنه يمكن تقديم التوصيات التالية:

1 – العمل على رفع كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية نظرا لدورها الإيجابي في النمو الاقتصادي، ويتم ذلك من خلال تطوير عملية التداول الإلكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من دخول السوق، وتخفيض تكلفة الإصدار، بالإضافة إلى تفعيل التداول في سوق السندات الذي يعاني من ضعف مقارنة بسوق الأسهم، وذلك بإعادة النظر في القوانين التي تلزم الشركات بضمان السندات قبل مضيها بإجراءات الإصدار، وبقيمة السندات المصدرة بالنسبة إلى قيمة رأسمال الشركة.

2- الاهتمام بأداء السوق المالي حيث اظهرت النتائج ان تحسن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يؤدي لنمو الاقتصاد الاردني, متمثلاً بنمو الناتج المحلي الاجمالي, كذلك ان تحسن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يؤدي الى زيادة الفوائض النقدية لدى الجهاز المصرفي مما يشجع النمو في الاقتصاد بطريقة غير مباشرة عن طريق زيادة احجام التسهيلات الائتمانية, وكذلك تحسن اداء السوق المالي يؤدي الى النمو في القطاع الصناعي الاردني من خلال زيادة التراكم الرأسمالي للشركات التي تطرح اسهمها في السوق المالي.

3- على الحكومة ان تضع سياسات مالية ونقدية تحد من اثر التضخم المرافق للتحسن في اداء الاسواق المالية بما لا يضر بنشاط سوق عمان المالي.

4- يوصي الباحث بإجراء المزيد من الدراسات التي تأخذ بعين الاعتبار العديد من الجوانب والمتغيرات التي لم يتم تغطيتها في هذه الدراسة؛ لذا يقترح الباحث إجراء الدراسات التالية:

أ - دور الجهاز المصرفي في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.

ب- دور سوق الأوراق المالية في أنعاش النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية على المدى الطويل .

5- اجراء دراسات حول العلاقة مابين السوق المالي الاردني و الاسواق الاقليمية لبيان قنوات التأثير في ما بينهم.

المـــراجـــــع

أ- المراجع العربية:

أبو الفتوح، يحيى، 2005، **تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر،** دورية الإدارة العامة، المجلد 45، العدد 4، مصر، ص ص 711-774.

أرنولد , دنيال ، **تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم،** المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع, بيروت ,1992,ص:11-12.

أندراوس، عاطف، 2005، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية،** مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

البنك المركزي الأردني، **عدد من النشرات الإحصائية الشهرية**, أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

التميمي، أرشد، 2010، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات،** دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

الحسين, محمد، **الأزمة المالية المعاصرة،** متوفر عبر:
www.modon.org/index.php?act=Print&client=wordr&f=13&t=45277
consulté le 10/11/2008

الحناوي، محمد؛ العبد، جلال، 2005، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق،** الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

الخضيري, محسن **، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي،** الإسكندرية، السنة غير مذكورة، ص:54.

الخطيب، فوزي؛ الشرع، منذر، 1994، **سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك،**

سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، المجلد 10، العدد 3، إربد، الأردن، ص ص371-390.

الدعمي، عباس، 2010، **السياسات النقدية والمالية وآداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن.

الرواشدة، محمد، 1990، **السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم: دراسة تحليلية على سوق عمان المالي (1990-1998)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

الزبيدي، حمزة، 2000، **إدارة المصارف، مؤسسة الوراق**، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

الزرري، عبد النافع؛ غازي، فرح، 2001، **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

الزعبي، بشير، 2000، **تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)**، دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد27، العدد2، الأردن، ص ص321-330.

الزعبي، بشير، 2004، **العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978-2001)**، مؤتة للبحوث والدراسات، جامعة مؤتة، المجلد19، العدد5، الأردن، ص ص 187-203.

الزيدي، إياد، 2009، **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي**، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك.

الشبلي، محمد؛ الشبلي، طارق، 2000، **مقدمة في الأسواق المالية والنقدية**، دائرة المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

السيد, عليوة،(2004) **إدارة الأزمات والكوارث -مخاطر العولمة والإرهاب الدولي**، مركز القرار للاستشارات، الطبعة3 ، القاهرة، 2004, ص:13.

الطيب, سعود, مرصد الدراسات, الجامعة الأردنية (2011) بعنوان "**اثر السياسات المالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة الأردنية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية** " الجامعة الأردنية , عمان, الأردن.

الصحراوي, جميله ,(2011) بعنوان " **أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن**, رسالة ماجستير, جامعة مؤتة, عمان, الأردن.

الطروانة، محمد,(2004)، **محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الاقتصاد_ جامعة مؤتة، الأردن.

الشيخ, الداوي, (2009), **الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها**, جامعة الجنان، طرابلس **الجزائر**, 2009/3/14 .

الفراج, فراج, (2004) بعنوان " **العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم المحلية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية** " جامعة الملك سعود , رسالة ماجستير, المملكة العربية السعودية.

الموسوي, ضياء , **الأزمة الاقتصادية العالمية 1986-1989**, دار الهدى للطباعة، الجزائر، 1990 ، ص:87.

بني هاني، حسين، 2002، **الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، الأردن.

بورصة عمان، **عدد من النشرات الإحصائية الشهرية**, أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

تقارير هيئة الأوراق المالية ، أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

موقع البنك المركزي الأردني الإلكتروني(www.cbj.gov.jo).

موقع بورصة عمان الإلكتروني (www.ase.com. jo).

جابر، محمد، 1989، **الاستثمار بالأوراق المالية، مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات**، الطبعة الثانية، عمان، الأردن.

جبر، علاء الدين، 2007، **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، مصر.

جوارنه، طلال، 1984، "**سوق عمان المالي وأهميته في الاقتصاد الأردني**"، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية, عمان, الأردن.

حشاد, نبيل, (2008)، **الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الإقتصاد العربي،** متوفر عبر :
www. isegs.com/forum/showthread.php?t=2335 consulté le 25/12/2008

حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص، رسيمة، 2000، **أسواق المال: بنوك تجارية،أسواق الأوراق المالية،شركات التأمين،شركات الاستثمار،** الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص، رسيمة، 2005، **أسواق المال وتمويل المشروعات،** الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

خبابة، عبد ا ، 2008، **الاقتصاد المصرفي،** مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

سناجله، عادل، 1995، "**اختبار الموسمية في أسعار الأسهم في كل من سوق عمان المالي وسوق الكويت للأوراق المالية**"، رسالة ماجستير.

شاهين, علي**، الأزمة المالية العالمية (أسبابها، وتداعياتها، وتأثيراتها على الإقتصاد)** ، متوفر عبر:
www.iugazo,edu,pa/ar/colgupload/news/documents consulté le 25/12/2008

شحاتة, عبد ا **، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب،** متوفر عبر:
www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2335 consulté le 25/12/2008

طويرش، عبد ا ، 2006، **العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة،** أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

عبد الحافظ , البدوي ، **إدارة الأسواق المالية - نظرة معاصرة**- دار الفكر العربي، القاهرة، 1999 ، ص: 39.

عبد المعبود, داليا أبو الغيط (2009) دراسة بعنوان" **الأزمة المالية العالمية وأثرها على العالم العربي**" متوفر عبر. www.kantakji.com

عطون, مروان، **الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في العالم النقد والمال)،** ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 2, الجزائر, 2000 ، ص ص: 100-103 , ص ص:220-223.

علواش , إبراهيم ،" **نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية**"، متوفر عبر:
www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4E.htm
consulté le 10/11/2008

قدومي، ثائر، 2006، **أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية وأداء بورصة عمان للأوراق المالية، دراسة تحليلية للفترة (1998-2003)**، البلقاء للبحوث والدراسات، جامعة عمان الأهلية، المجلد11، العدد2، عمان، الأردن، ص ص73-118.

قصراوي، قصي ، 2008، "**أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2007)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

مركز الزيتون للدراسات والاستشارات (2008) تقرير عن مركز دراسات الشرق الأوسط بعنوان" **الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي**". متوفر عبر الموقع الالكتروني: www.alzaytouna.net

مركز دراسات الشرق الأوسط (2008), **بعنوان "الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي"** وذلك يوم السبت الموافق 2008/11/8م في عمان , التقرير العلمي للندوة.

مطر, محمد؛عبد الناصر نور؛ ظاهر القشي,(2009) " **الأزمـة المـاليـة العـالميـة وانعكاساتها علـى اقتصاديات الـدول " التـحديـات والآفـاق المستقبـليـة**" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد (20)أ، تم إلقائه في المؤتمر العلمي الثالث، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، 28-2009/4/29عمان – الأردن. متوفر عبر:
http://stocksexperts.net/showthread.php?p=67128

ب- المراجع الأجنبية:

Ahmed, Shahid(2008), **Aggregate Economic Variables and Stock Markets in India**, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 14 (2008)

Akaike, H. (1973), **"Information theory and the Extesion of the Maximum likelihood principle"**, I: Petrov, B. and Csake , F. (eds) 2nd International symposium on information theory, Bodapest; Akademiai Kiado.

Beck, T., and Levine, R. (2004), "**Stock Markets, Banks, and Growth"**, Journal of Banking & Finance, 28, PP. 423–442.

Bendini, Cristina, and Roco Masconi,(2000)."**New Tools for the Dynamic Analysis of Contegrated VAR Models**". Available on : www.ecopro.polimi.it/home/Rocco.

Beng, Loo Hooi(1998), **The Effects of Economic factors on kuala lumpur Stock Exchange Composite Index**, A thesis submitted to the Graduate School of Universiti Utara Malaysia.

Box, G., and G.Jenkins, (1976), " **Time series Analysis, Forecasting, and control"**, San francisco, CA : Holden- Day.

Chen N.F., Roll R. and Ross S. (1986), " **Economic Forces and the stock market"** , journal of Business, vol 59, No.3 , PP 383-395.

Dickey, D.A. and Fuller, W.A., (1981). "**likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit Root"** , Econometrica, vol 44, PP 1057-1072.

Dritsaki, Melina & Dritsaki, Chaido**, "Macroeconomic Determinants of stock price Movemoments**: An Empirical Investigation of the Greek stock market", *available on*: http://mfs.rutgers.edu/conferences/11/sessionBookletwebJune24.pdf,visiting date Nov.15,2004.

Economic Observatory, (2009), **Oil Prices and Stock Market Returns in Oil Importing Countries**: The Case of Turkey, Tunisia and Jordan, The University of Jordan, Amman- Jordan.

Fama, E.F. and K.R. French (1989) "**Business conditions and Expected Returns on stocks and Bonds**", Journal of Financial Economics 25, PP 23-49.

Goswami, Gautam and, Jung, Sung-Chang, (1997),**Stock Market and Economic Forces:** Evidence From Korea.

Granger, C.W.J. (1969). **" Investigation causal relations by Econometric models and cross: Spectral Methods"**, Econometrica , vol. 37, PP 424-458.

Greene, William. H (2003)." **Econometric Analysis**" **Fifth edition.**

Gujarati, Damodar N., (1995)." Basic Econometrics, 3rd Ed". McGraw-hill, Inc.

Hamao, Y. (1988). "An **empirical examination of the arbitrage pricing theory: using Japanese data"**, Japan and the world economy 1,PP 45-61.

Johansen, S. (1988), **" Statistical Analysis of cointegration vectors".** Journal of Economic Dynamics and Control, vol.12, PP 231-254.

Johansen, Soren and Katrina Juselius, (2001)." **Controling inflation in cointegrated Vector Autoregress Model with An Aplication to USA data**". EUI Working Paper. Eco. NO. 2001/2.

Johansen,S., and Juselious, K. (1990), **"Maximum likelihood estimation and inference on cointegration with applications to the demand for money"**, oxford bulletin of Economics and Statistics,Vol 52,169-210.

Kaneko, T. and Lee B.S. (1995), **"Relative Importance of Economic Factors in the U.S. and Japanese stack market"**, Journal of the Japanese and International Economics, 9, P 290-307 .

Karamustafa, Osman & Kucukkale, Yakup, **"Long Run Relationships Between stock market Returns and macroeconomic performance, Evidence from Turky"** *available on*: www. yakupkucukkale.com/ studies/ osmanoz. Pdf, visiting date Nov.15,2004.

Levine, R., and Zervos, S., (1998), "**Global Capital Liberalization and Stock Market Development,"** World Development, 26, pp.1169-1183.

Maysami, Ramin Cooper & **Howe, Lee Chuin& Hamzah, Mohamad Atkin(2004), Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices**: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices, Jurnal Pengurusan 24(2004) 47-77.

Prantik, Ray and vina, vani "**what moves Indian stock market: A study on the linkage with real Economy in the post Reform Era**", *available on*: www.igidr.ac.in/ money/ mfc_06/prantice.pdf.

Schwartz, R. (1978). "**Estimating the Dimension of a model"** Annuals of statistics , vol. 6, PP 461-464.

Shewhart and Samuels Wilks, (2004**)." Applied Econometric Time Series".** Seconed edition.

Shiller, R.J., (1981), “Do **stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends**? “American Economic Review 71. PP 421-436.

Sieng, Chong chin, and leng, goh kim (2000), **Linkages of economic activity**, **Stock price and monetary policy**: THE CASE OF MALAYSIA, Faculty of Economics & Administration, University of Malaya.

Wei, Willian W.S. (1990). " **Time Series Analysis: University and Multivariate Methods"**. Addison Wesley Publishing, 3rd ed, Inc. New York, USA.

ملحق (أ)

بيانات متغيرات الدراسة للنموذج الأول

الملحق (أ)

بيانات متغيرات الدراسة للنموذج الأول للفترة (1990-2010)

السنة	عرض النقد (بالمليون دينار أردني)	أسعار الفائدة على شهادات الايداع لأجل(%)	معدل التضخم (%)	الرقم القياسي لأسعار الأسهم (نقطة)	الرقم القياسي للأنتاج الصناعي
1990	3122.6	8.2	0.16	80.4	107.0
1991	3717.5	7.8	0.08	100.0	100.3
1992	4193.0	7.0	0.04	129.9	113.3
1993	4481.8	6.9	0.03	158.5	122.2
1994	4841.5	7.3	0.04	143.6	129.1
1995	5159.8	8.0	0.02	159.2	115.3
1996	5175.3	8.9	0.07	153.5	114.9
1997	5576.6	8.9	0.03	169.2	112.0
1998	6026.3	8.3	0.03	170.1	106.6
1999	6747.6	7.9	0.01	167.4	112.5
2000	7434.7	6.6	0.01	133.1	106.9
2001	7866.1	5.2	0.02	172.7	119.3
2002	8419.1	4.0	0.02	170.0	126.7
2003	9465.7	2.8	0.02	261.5	116.0
2004	10571.4	2.5	0.03	4245.6	129.9
2005	12364.0	3.5	0.04	8191.5	143.1
2006	14109.7	5.1	0.06	5518.1	151.4
2007	15606.8	5.6	0.05	7519.3	156.2
2008	18304.2	5.7	0.14	6243.1	158.3
2009	20013.3	4.2	-0.01	5520.1	155.7
2010	22306.7	3.4	0.05	5318.0	150.8

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، وموقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات سنوية.

ملحق (ب)

بيانات متغيرات الدراسة للنموذج الثاني

الملحق (ب)

بيانات متغيرات الدراسة للنموذج الثاني للفترة (1990-2010)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجاريه	إجمالي التسهيلات الممنوحة
1990	2760.9	2180.6
1991	2958	2430.3
1992	3610.5	2615.1
1993	3884.3	2741.3
1994	4358.3	3248.4
1995	4714.6	3705.7
1996	4912.2	3920.3
1997	5137.4	3979.7
1998	5609.9	4285.3
1999	5778.3	4285.3
2000	5998.7	4466.
2001	6363.8	4466.
2002	6794	4546.5
2003	7228.7	4948.9
2004	8090.8	5130.
2005	8953.7	5262.4
2006	11092.6	6189.2
2007	12595.6	7744.3
2008	16107.9	9761.9
2009	17815.6	11295.6
2010	2760.9	13044.3

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

ملحق (ج)

بيانات متغيرات الدراسة للنموذج الثالث

الملحق (ج)

بيانات متغيرات الدراسة للنموذج الثالث للفترة (1990-2010)

السنة	حجم التداول (بالمليون دينار أردني) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي(%)	حجم التداول لأمريكا كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي(%)	حجم التداول لليابان كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي(%)
1990	10.1237036	30.4523187	52.3992131
1991	10.3020599	36.823815	28.5797666
1992	24.7983678	33.2437634	16.7345077
1993	24.5639516	50.9647893	21.9388114
1994	10.0364467	50.9675701	23.4659927
1995	7.6849277	69.6145072	23.3940548
1996	4.2866478	91.8771142	26.9679274
1997	6.91220576	123.733713	29.3711029
1998	8.25107709	150.423064	24.5920438
1999	6.71664406	199.700032	42.328688
2000	4.91062451	321.882301	57.7158247
2001	10.390805	283.770009	44.5913077
2002	13.9616818	239.573096	40.1517217
2003	25.5645454	140.203361	53.7464502
2004	46.6889638	163.853768	74.4784777
2005	189.111388	170.989606	109.7802
2006	128.159298	249.453687	143.320158
2007	98.0989338	304.488791	148.4074
2008	123.402315	255.072296	120.483735
2009	54.379774	332.784588	83.3029705
2010	34.2601274	208.846267	77.8568376

المصدر: موقع البنك الدولي, بيانات سنوية.

http://data.albankaldawli.org/

الإسم: محمد عبدالرحيم المجالي
مكان و تاريخ الولادة: الكرك 1985/11/12
العنوان: الأردن – الكرك - مرود
الكليه: إدارة الأعمال
التخصص: الإقتصاد
الهاتف الأرضي: 0777104775
الهاتف النقال: 0797810210
البريد الإلكتروني: al_majali_09@hotmail.com
السنة: 2012